全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富家益 Fortuneasy
股市经典A股实战技法系列

成为股神很简单，巴菲特的成功你也能复制

巴菲特选股选时精讲

给你一双慧眼，
帮你发现下一个
苏宁电器、贵州茅台

齐晓明◎著

2004年7月21日，
海特高新、科华生物、苏宁电器同时上市发行。
假如你有1万元，你会选择哪只？
8年过去，你的1万能变几万？

- 买海特高新，1万变**3万**；
- 买科华生物，1万变**7万**；
- 买苏宁电器，1万变**25万**！


化学工业出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成为股神很简单，巴菲特的成功你也能复制

巴菲特选股选时精讲

齐晓明 著


化学工业出版社

·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的投资理论是无数投资者梦寐以求的赚钱黄金法则。对于普通的投资者来说，想要深入了解巴菲特的投资理论却十分困难。为了帮助读者尽快掌握巴菲特理论的精髓，本书介绍了大量巴菲特的实际操作案例和他亲身经历的轶事趣闻。通过阅读这些故事，投资者能够轻松掌握巴菲特的投资真谛。为了让读者能够尽快将所掌握的理论用于实战，本书选择了A股市场上符合巴菲特选股标准的股票进行讲解。本书在论述时还特意将巴菲特选择的美国股票和国内A股进行横向比较，以帮助读者尽快将所掌握的巴菲特投资理论应用到国内A股实战中来。

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特选股选时精讲/齐晓明著. —北京：化学工业出版社，2012.4
（富家益股市经典A股实战技法系列）
ISBN 978-7-122-13447-9

Ⅰ.巴… Ⅱ.齐… Ⅲ.股票投资-基本知识 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第021443号

责任编辑：张焕强　　装帧设计：尹琳琳
责任校对：陶燕华

出版发行：化学工业出版社（北京市东城区青年湖南街13号　邮政编码100011）
印　　刷：北京云浩印刷有限责任公司
装　　订：三河市万龙印装有限公司
710mm×1000mm　1/16　印张16　字数227千字　2012年5月北京第1版第1次印刷

购书咨询：010-64518888（传真：010-64519686）　售后服务：010-64518899
网　　址：http://www.cip.com.cn
凡购买本书，如有缺损质量问题，本社销售中心负责调换。

定　　价：36.00元

版权所有　违者必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



FOREWORD前言

沃伦·巴菲特是有史以来最伟大的投资家，是全球投资人的榜样和风向标。他曾超过比尔·盖茨成为世界首富，他被美国人称为“除父亲外最值得尊敬的男人”，他的慈善午餐拍卖出263万美元的天价……

巴菲特的成功得益于他独创的一套“巴菲特理论”。这套投资理论源于他的老师格雷厄姆，后来巴菲特和他的助手们又将其在实战中不断完善。巴菲特最终将此投资理论应用到证券市场上，成为有史以来最成功的投资家。

巴菲特的投资理论是无数投资者梦寐以求的赚钱黄金法则。虽然这套理论已经被无数人从无数个角度去解读，而且市场上研究巴菲特理论的著作也有很多，但是对于普通的投资者来说，想要深入了解巴菲特这套枯燥的投资理论是十分困难的。即使投资者在学习上略有所成，如果想把自己学到的理论应用到国内A股实战中，多数人都会感觉无从下手。

为了让普通投资者能够尽快掌握巴菲特理论的精髓，并将这套理论应用到实际操作过程中，本书特意采用了“以故事解读理论，以理论指导实战”的论述方法。

以故事解读理论

本书选取了大量巴菲特的实际操作案例、他亲身经历的轶事趣闻，他讲述过的“巴式笑话”以及芒格、林奇等其他投资大师的相关故事。通过阅读这些故事，投资者能够轻松掌握巴菲特的投资真谛。

例如，通过巴菲特投资喜诗糖果公司的案例，投资者能够了解到“经济特许权”的魅力；通过巴菲特的“弹子机生意”，投资者能够知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道资本扩张的魔力；通过“戈特罗克家族和帮客”的故事，投资者就会知道应该对市场上各种“好心人”产生免疫力；通过彼得·林奇带家人逛商场的故事，投资者也可以练就在身边发现“牛股”的眼力。

以理论指导实战

为了让投资者能够尽快将所掌握的理论用于实战，本书特意在国内市场上选择了大量符合巴菲特选股标准的股票，以它们为例进行说明。并且，本书在论述时还特意将巴菲特选择的美国股票和国内A股进行横向比较，希望帮助投资者尽快将所掌握的巴菲特投资理论应用到国内A股实战中来。

通过阅读本书，投资者能够很清楚地知道以下几个问题：“云南白药和可口可乐的保密配方哪个更值钱？”“万科的王石和内布拉斯加家具商场的B夫人谁更牛？”“怎样像巴菲特抄底运通公司一样抄底伊利股份？”“苏宁电器和沃尔玛一样高速增长的秘诀是什么？”

最后，投资者需要注意，巴菲特自己并没有提出什么“巴菲特法则”、“巴菲特选股绝招”之类的理论，我们所有的法则、绝招都是投资者以巴菲特的言行为基础进行分析得来的。如果投资者过分关注这些所谓的法则、绝招，而忽略对巴菲特价值投资内在精髓的探索，就等于是舍本逐末，对自己的投资并没有任何好处。

在本书编写过程中，刘伟、程富建、毕汪峰、袁艳烈、严刘建、杨学辉负责股票K线图的查找和选取，邓长发、廖应涵、杨永余、赖小丽、庄惠欢、李苏洋、王建霞、任玉珍、陈翔、王玉凤负责K线图的截取和制作，孙立宏、孙宗坤、王淑燕、董连香、董晓辉、李海江、杨扬负责文字、图表的制作和编排，朱树健审阅和修改了本书的部分内容，在此对大家的辛勤工作表示感谢。

齐晓明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



CONTENTS 目录

第1章 巴菲特的选股标准一：一流 /1

1.1 一流的业务：云南白药的“经济特许权” /2

1.1.1 要有“经济特许权” /2

1.1.2 要有持续的竞争优势 /5

1.1.3 云南白药的“经济特许权” /7

1.2 一流的业绩：贵州茅台 /9

1.2.1 公司的利润 /9

1.2.2 业绩增长决定股价增长 /11

1.2.3 贵州茅台的一流业绩 /13

1.3 一流的管理团队：万科的王石 /15

1.3.1 与赢家共事 /15

1.3.2 经理人越老越好 /17

1.3.3 再好的经理人也会出错 /19

1.3.4 万科的王石 /20

1.4 一流的发展前景：航空股和手机股 /22

1.4.1 要看重长期发展前景 /22

1.4.2 行业发展前景和公司发展前景 /23

1.4.3 “被ST”的手机股票 /26

第2章 巴菲特的选股标准二：简单 /29

2.1 简单原则：丽江旅游的简单业务 /30

2.1.1 巴菲特的“简单”选股原则 /30

2.1.2 稳定的才是简单的 /32

2.1.3 简单的业务 /34

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1.4 丽江旅游的简单业务 /36
2.2 不熟不做：家家都会用到的安琪酵母 /37
2.2.1 只做熟悉的生意 /37
2.2.2 熟悉的股票源自生活 /39
2.2.3 家家都会用到的安琪酵母 /41
2.3 不看股价：高价的贵州茅台 /43
2.3.1 股价只是球场上的记分牌 /43
2.3.2 股价是不可预测的 /45
2.3.3 高价的伯克希尔 /47
2.3.4 高价的贵州茅台 /49

第3章 巴菲特的选股标准三：坚固的城墙 /51

3.1 消费垄断优势：东阿阿胶的品牌优势 /52
3.1.1 消费垄断公司 /52
3.1.2 必不可少的喜诗糖果 /54
3.1.3 以更高的价格挤掉竞争对手 /55
3.1.4 东阿阿胶的消费垄断优势 /57
3.2 收取“过桥费”的公司：天威视讯 /59
3.2.1 要垄断也要易消耗 /59
3.2.2 不同类型的“过桥费” /61
3.2.3 唯一的桥梁 /63
3.2.4 天威视讯的“过桥费” /64
3.3 给城墙合理估价：瑞贝卡 /66
3.3.1 买黄金也要看价格 /66
3.3.2 下跌的不一定是坏股票 /69
3.3.3 默默无闻的“黑马股” /71
3.3.4 沉默是金：瑞贝卡的大业务 /73
3.4 合理的安全边际：巴菲特与中国石油 /75
3.4.1 要价格合理更要公司优秀 /75

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.4.2 保证不亏损的秘诀：安全边际 /78
3.4.3 中国石油的合理价格 /80

第4章 巴菲特的投资时机：等待下跌 /83

4.1 熊市中挖掘宝藏：巴菲特抄底股市 /84
4.1.1 下跌未必是坏事 /84
4.1.2 巴菲特的抄底策略 /85
4.1.3 巴菲特抄底的经典案例 /88
4.2 陷入危机的优秀公司：三聚氰胺和伊利股份 /91
4.2.1 周期性行业的利润波动 /91
4.2.2 陷入危机的优秀公司 /92
4.2.3 三聚氰胺和伊利股份 /93
4.3 利用“市场先生”的报价 /96
4.3.1 情绪化的“市场先生” /96
4.3.2 远离市场才能战胜市场 /97

第5章 巴菲特的投资方式：集中投资 /99

5.1 鸡蛋和篮子的理论 /100
5.1.1 把鸡蛋放在同一个篮子里 /100
5.1.2 选择足够坚固的篮子 /103
5.1.3 选择尽量少的篮子 /104
5.1.4 两种特殊的情况 /105
5.2 集中投资要有耐心 /106
5.2.1 耐心等待机会买入 /106
5.2.2 买入后耐心持有 /107
5.3 集中投资要减少交易 /109
5.3.1 集中投资的前提是长期持有 /109
5.3.2 频繁交易会吞噬收益 /111
5.3.3 不要问理发师你是否应该理头发 /113

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 巴菲特的持股策略：坚定地长期持有 /115

6.1 坚定地长期持股 /116
6.1.1 相信自己的判断 /116
6.1.2 递延纳税的优势 /117
6.1.3 长期投资不等于死了都不卖 /118
6.1.4 长期投资：苏宁电器 /120
6.2 长期持股的复利效应 /122
6.2.1 巴菲特的滚雪球效应 /122
6.2.2 损失的机会成本 /124
6.2.3 刘元生的万科A /125
6.3 留存收益的长期获利能力 /127
6.3.1 投资要选“现金牛” /127
6.3.2 留存收益的有效利用 /128
6.3.3 衡量留存收益的获利能力：苏宁电器 /131
6.4 长期持有的重点在哪里 /133
6.4.1 截断亏损：在判断错误时卖出股票 /133
6.4.2 见好就收：在情况变坏时卖出股票 /134
6.4.3 砍除野草当做花朵的肥料 /136

第7章 巴菲特的抗通胀策略：消费垄断优势 /139

7.1 什么是通货膨胀 /140
7.1.1 通货膨胀因何而起 /140
7.1.2 巴菲特眼中的通货膨胀 /142
7.2 通货膨胀吞噬投资利润 /144
7.2.1 通货膨胀使长期投资缩水 /144
7.2.2 股票投资也不能幸免 /145
7.3 通货膨胀中的消费垄断优势 /148
7.3.1 通货膨胀使上市公司受损 /148
7.3.2 寻找通货膨胀中的优势公司 /151

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.3.3 在通货膨胀中消费垄断优势更重要 /153

第8章 巴菲特的短线秘籍：并购重组套利 /157

8.1 并购重组的套利机会 /158
8.1.1 套利方程式 /158
8.1.2 利用并购机会套利 /160
8.1.3 别指望青蛙能变成王子 /163
8.2 短线套利要耐心等待机会 /164
8.2.1 寻找大概率项目集中投资 /164
8.2.2 仔细考虑最大的损失 /166
8.2.3 只赚自己能赚的 /168
8.3 短线套利要避免从众心理 /170
8.3.1 短线投资的从众心理 /170
8.3.2 不从众，远离消息炒作 /173

第9章 巴菲特的信息来源：财务报表 /175

9.1 阅读财报的信息优势 /176
9.1.1 炒股需要信息 /176
9.1.2 财报以外的信息都不可信 /177
9.1.3 根据财报寻找目标公司 /179
9.2 估算公司的实质价值 /180
9.2.1 格雷厄姆的估值方法 /180
9.2.2 格雷厄姆估值方法的改进 /182
9.2.3 林奇的PEG指标 /185
9.2.4 巴菲特的股票估值方法 /186
9.3 考察公司的成本控制 /189
9.3.1 巴菲特钟爱的成本控制 /189
9.3.2 成本控制不力的公司会不断亏损 /190
9.3.3 伯克希尔的成本控制 /191

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.4 分辨公司的合理负债 /192
9.4.1 真正优秀的公司不需要负债 /192
9.4.2 合理负债和不合理负债 /195
9.4.3 握有大量货款的苏宁电器 /196
9.5 会计措辞的陷阱 /198
9.5.1 不完整的信息：选择性披露 /198
9.5.2 不客观的信息：预测未来赢利 /199
9.5.3 不确定的信息：保险公司盈余 /200

第10章 在中国股市学习巴菲特 /203

10.1 盲从追随会有很大风险 /204
10.1.1 巴菲特也会犯错 /204
10.1.2 巴菲特不会透露自己的股票 /205
10.1.3 巴菲特的“绯闻”A股：大杨创世 /206
10.2 巴菲特理论同样适合中国 /208
10.2.1 巴菲特的成功不是偶然 /208
10.2.2 用巴菲特的理论炒A股 /211
10.2.3 简单的哲学适合每个市场 /212
10.2.4 巴菲特理论A股实战的4个步骤 /214
10.3 巴菲特理论A股实战案例 /220
10.3.1 鱼跃医疗 /220
10.3.2 三一重工 /226

附录1：巴菲特投资十大经典案例 /235

附录2：巴菲特投资经典语录 /239

选股标准篇：选择最优秀的股票 /240
投资策略篇：合适的时机和合理的价格 /242
长期持有篇：买入后一直持有 /243
生活态度篇：工作、生活和人生价值 /244

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章 ▸▸▸

巴菲特的选股标准一：一流

巴菲特10岁时，由父亲带着去拜访高盛投资银行的高级合伙人西德尼·温伯格（Sidney Weinberg）。他们的谈话临近结束时，温伯格把手放在小巴菲特的肩上，问道："沃伦，你最喜欢哪只股票？" 这个问题成为巴菲特被问得最多的一个问题。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.1 一流的业务：云南白药的“经济特许权”

1.1.1 要有“经济特许权”

沃伦·巴菲特10周岁时，按照家里的惯例，他的父亲霍华德·巴菲特带他去东海岸的大城市纽约旅行，让从小在小城镇成长的孩子长长见识。这是巴菲特家族每个孩子都梦寐以求的大事情。小巴菲特告诉父亲，他想要去看三个地方：一是爱集邮的他想看看著名的斯科特邮票公司，在第47大街；二是最喜欢小火车玩具的他想去看看莱昂纳尔火车模型公司，在27大街；三是经常到证券公司的他想看看全球最大的股票交易所——纽约股票交易所。

父亲满足了他的三个愿望，还顺便带他拜访了高盛投资银行的高级合伙人西德尼·温伯格。通过交谈，小巴菲特得知了温伯格的传奇经历：他一开始在高盛打杂，后来一步步奋斗成为公司的高级合伙人。当告别时，温伯格拥抱了小巴菲特，并问他：沃伦，你最喜欢哪只股票?

这位大老板只是顺便问一下，也许他一转眼就忘了这件事，但巴菲特回忆说：“我一辈子都会记得这个问题。”因为从那以后，世界上无数的投资者都向巴菲特重复了同样的问题。

巴菲特给出的答案几十年来一直没有改变：“我们坚持寻找拥有一流业务的公司。”

（1）寻找有“经济特许权”的公司

通过观察巴菲特的持股结构我们可以发现，他的重仓股票几乎都是家喻户晓的全球著名公司。其中，宝洁是全球最大的日用品公司之一，可口可乐是全球最大的饮料公司，富国银行是美国最大的抵押贷款发放者和小公司贷款发放者，卡夫是全球第二大的食品公司，沃尔玛是世界上最大的连锁零售商。

巴菲特对自己重仓持有的这些股票有着无比的自信。这些公司之所以优秀，不仅因为它们规模巨大，更重要的是它们都拥有卓越的“经济特许权”。根据巴菲特在1991年致股东的信中的说法，在1972年收购喜诗糖果公司后，他开始真正了解到“经济特许权”的重要性，并在之后的投资中将这种理念发扬光大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1972年1月3日，作为伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway Inc.，以下简称伯克希尔公司）的子公司之一的蓝筹印花公司（Blue Chip Stamps）收购了美国西海岸的一家盒装巧克力制造与零售商——喜诗糖果（See's Candies）。当时喜诗糖果已经是美国西海岸非常知名的糖果品牌。这种知名度就是巴菲特所说的“经济特许权”。

在收购过程中，卖家最初提供的报价是4000万美元交换100%的股权。但由于喜诗糖果拥有1000万美元的库存现金，所以事实上真正的报价是3000万美元。

当时，41岁的巴菲特还没能真正了解“经济特许权”对一家公司的重要价值。当看到公司净资产价值仅有700万美元后，巴菲特表示自己最多只出2500万美元。幸运的是，急于出手的卖方接受了他们的报价。如果不是卖方急需资金，巴菲特很可能会错过这笔伟大的交易。

在收购喜诗糖果后的20年中，喜诗糖果的销售收入从1972年的2900万美元增长到1991年的1.96亿美元。与此同时，公司的赢利增长速度更加惊人。其税前利润在1972年是420万美元，到1991年增长到4240万美元。

喜诗糖果更加可贵的地方在于，它用以维持运营所需要的资本很少。这家公司在1991年大概只需要2500万美元的净资产就可以正常运营。这意味着在当初收购时700万美元资产的基础上，喜诗糖果在20年间仅仅追加投入了1800万美元用于扩大再生产。剩余的大量利润都输送到蓝筹印花或伯克希尔，用来进行其他合理的投资。

喜诗糖果如此优秀，完全归功于其卓越的经济特许权。

巴菲特在投资喜诗糖果后不仅获得了超额回报，还学会了许多关于评估公司“经济特许权”的知识。他和他的助手们将在投资喜诗糖果中所学到的知识运用于其他股票投资上，同样得到了非常惊人的投资回报。

（2）“经济特许权”的三大特征

作为股神，巴菲特对“经济特许权”有独到的理解。他曾经这样描述“经济特许权”。

我把“经济特许权”作为选择投资标的的首要条件。一家公司拥有经济特许权，相当于增加了一层强大的安全边际保护。这类公司没有或者几乎没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争对手，经营环境宽松，没有比较接近的替代产品，具有自主定价的能力。另外，这类公司的毛利率通常很高，发展稳定且可持续性强，基本面变坏的概率远小于普通公司，只要具有一定的成长性就能成为很好的投资对象。

此外，巴菲特还给“经济特许权”下了一个非常浅显的定义。如果消费者在一家商店买不到某种商品（例如喜诗糖果、可口可乐或吉列刀片），他们会去下一家商店寻找此种商品，而不是选择其他品牌的替代产品。公司的这种优势在可预见的未来都很难被撼动。这就是巴菲特“长期投资”甚至“永久投资”的基本面因素。

巴菲特曾经说，一家公司的产品或服务要形成“经济特许权”，需要同时具备三大特征。

1 它是顾客需要或者希望得到的

2 被顾客认定为没有合适的替代产品

3 不受价格上的管制

一家公司要想形成一个有效的“经济特许权”，以上三大特征缺一不可。

首先，公司的产品或服务必须是客户需要或者希望得到的。巴菲特曾说：“在拖拉机问世的时候做一匹马，或在汽车问世的时候做一名铁匠，都不是一件有趣的事。”随着时代的发展，那些不再被客户需要的产品注定会被淘汰。例如在电视问世后，收音机注定会被边缘化。这时还在生产收音机的公司，显然就不是好的投资标的。

第二，公司的产品或服务，必须被顾客认定为找不到类似的替代产品。例如丽江旅游就有典型的不可替代性。这家公司的主营业务是丽江地区的索道。人们不可能乘坐其他公司的索道线路去观赏丽江风景。这就是没有任何替代品的服务。而在纺织行业或者家电制造行业，存在大量同质的商品，新的款式和技术很快会被模仿和抄袭。这种行业中的公司，就缺乏消费垄断优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三，公司产品或服务的价格不能受管制。许多投资者常常忽略这一点。一家公司生产的产品如果关系到国计民生，往往会处于国家政府的价格管制之中。例如粮油、电力、高速公路等行业。虽然它们的产品也是消费者必需的，同时也是不可替代的，但是因为产品的价格受到严格管控，这些公司的赢利空间十分有限。而有些公司的产品则有着很强的议价能力。例如云南白药的牙膏一支可以卖到40元，只要市场能接受就可以。很明显，投资者应该选择的是云南白药这类公司。

通过观察巴菲特的投资者组合可以发现，几乎所有巴菲特重仓持有的股票，都完全或者部分的具有上述的三个特征。这样的公司，有能力进行主动提价，从而获取更高的资本报酬率。即便这家公司可能存在着其他劣势，如一位平庸的经营者，但这并不会对公司赢利造成致命或者巨大的损害。

1.1.2　要有持续的竞争优势

巴菲特选股的一种重要标准是："看这家公司是否具有竞争优势，并且这种优势是否具有持续性。"（摘自巴菲特在1999年给《财富》杂志撰写的文章。）巴菲特之所以能成功，有赖于他的一个超人的能力——可以有效辨别具有持久竞争优势的优质公司。

（1）经济城堡的"护城河"

巴菲特把这种持续的竞争优势，比喻成保护公司经济城堡的"护城河"。

我们喜欢拥有这样的城堡：有很宽的护城河，足以抵挡外来的闯入者——有成千上万的竞争者想夺走我们的市场。我们认为所谓的"护城河"是不可能跨越的，并且每一年我们都让我们的管理者进一步加宽他们的"护城河"，即使这样做不能提高当年的赢利。我们认为我们所拥有的公司都有着又宽又大的"护城河"。

根据巴菲特在1993年致股东的信中的数据，可口可乐占全世界饮料销售量的44%，吉列占全世界剃须刀市场销量的30%、销售额的60%。更重要的是，可口可乐和吉列在全球市场的占有率还在不断升高。品牌的巨大吸引力、产品的出众特质与销售渠道的强大实力，共同决定了它们超强的竞争力。这就是典型的优秀公司的持续竞争优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但可惜的是，巴菲特和他的助手们经过数十年的寻觅，也只是发现了少数几家能够持续保持竞争优势的特许权公司，巴菲特将他们比喻为“超级明星”。比如可口可乐、吉列、宝洁等。那么这类公司有什么显而易见的特点呢？

根据巴菲特的归纳，这些“超级明星”的基本商业模式，不外乎以下三种。

1. 某种特别商品的配方或者技术优势（如可口可乐、宝洁、百威等）
2. 某种特别服务的提供者（如富国银行、穆迪公司、美国快递公司等）
3. 大众有持续需求的商品或者服务的消费者与低成本供货商的统一体（如沃尔玛、好事多超市、内布拉斯加家居超市等）

特殊的商业模式使公司具备了超常的竞争优势，而这类公司要成为“超级明星”还必须保持竞争优势的持续性。以可口可乐公司为例，在过去100多年的时间里，可口可乐一直销售同一种产品。因为可口可乐的配方保密并且味道可口，以及强大的品牌效应，可口可乐公司的竞争优势得以持续。这种持续竞争优势使可口可乐公司无须花费巨资研发新产品，甚至不需要经常更新厂房设备。竞争优势的持续性带来利润的持续稳定，股东也因此越来越富有。

假设可口可乐的配方十分简单，并且已经公开化，人们在家就可以自己制作出同样品质的饮品，还可以根据自己的喜好调整口味，那么可口可乐公司的竞争优势将注定难以持续，公司为了获得进一步发展，就不得不花费大量财力物力去研发新产品，这样就势必会影响到股东权益。投资者投资这类公司的股票需要承担很大的风险。

（2）对“护城河”的检验

在投资过程中巴菲特深知，无论如何也打不垮的卓越公司才拥有真正的“护城河”。他认为，检验一家公司的“经济特许权”的方法是，如果有一个杰出的经营高手，而且拥有充足的资金，那么由他来作为竞争对手的话，他能够对这家公司的“经济特许权”带来什么样的损害？

巴菲特1973年投资华盛顿邮报公司1060万美元，2007年底升值到13.67

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元，34年大赚128倍。巴菲特获得这种收益的关键是华盛顿邮报公司拥有强大到无法打垮的"经济特许权"优势。

巴菲特曾经说过："如果你给我10亿美元，再给我配备全美国最出色的50位公司经理，我绝对可以建立一家杰出的公司。但是，如果你是让我去'打垮华盛顿邮报公司'，我会把这10亿美元还给你。尽管我不愿意失去这10亿美元，但我根本无法完成你交给的任务。然而如果你给我相同数量的资金，让我去削弱奥马哈银行的赢利或市场份额，我完全可以让他们知道我的厉害。也许我不能完全达到你的要求，但我肯定会给他们带来很多麻烦。在以上这些情况下，检验这些公司竞争实力的方法是：在其竞争对手使用各种手段，甚至是以牺牲赢利为代价的情况下，能够对该公司形成多大程度的打击。"

打不垮的竞争优势才能长期持续，才能长期保持高赢利。巴菲特不断强调竞争优势的可持续性是多么重要。一家真正伟大的公司必须拥有一个可持续的"护城河"，才能够保护公司获得非常高的投资回报。

从另一方面考虑，那些能够赚取高投资回报的公司，其"城堡"必定会一再受到竞争对手的攻击。这是资本追逐利益的本性决定的。因此，公司要想取得持久的成功，必须要拥有令竞争对手望而生畏的竞争壁垒。要么是像盖特保险和好事多超市那样保持着低成本优势，要么像可口可乐、吉列一样拥有强大的全球性品牌。

这种令人望而生畏的高门槛对公司获得持续成功至关重要。回顾整个商业历史，有太多曾经优秀的公司只是辉煌一时，这些公司的"护城河"事后证明只是摆设而已，很快就被竞争者轻松跨过。巴菲特将这种只是短暂辉煌的公司比喻成"罗马焰火筒"（Roman candle）。他一再强调："我们所寻找的公司，是在一个稳定行业中拥有长期持续竞争优势的公司。"

1.1.3 云南白药的"经济特许权"

在国内A股市场上，云南白药是一家典型的拥有巴菲特所说的"经济特许权"的公司。

云南白药公司的传统产品是云南白药酊、云南白药喷剂等以传统云南白药为基础制成的中药产品。在100多年的历史中，云南白药获得了消费者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广泛认可，建立了强大的品牌效应。这种品牌的竞争优势，渗入到云南白药的每个产品中，构成了该公司的“经济特许权”。

2001年，云南白药公司推出了云南白药创可贴。经过多年发展，云南白药创可贴已经占据了国内小创伤护理市场的半壁江山。此后，云南白药公司又在2004年推出了云南白药牙膏。云南白药牙膏刚上市就得到大量消费者的认可。2008年，云南白药牙膏进入全国牙膏市场销售额前五名。

其实，云南白药创可贴和云南白药牙膏，单从制作方式上并没有新奇的地方，其他公司完全能够复制，而且市场上也有大量的替代产品。云南白药的这两个产品之所以成功，主要是因为云南白药的品牌本身已经形成了“经济特许权”。

云南白药董事长王明辉说：“白药牙膏项目整个启动投资仅为数百万元，主要是一些产品研发费用和试销费用。以后的投资主要来自前面赢利的滚动投入。”从2004年开始的5年内，这个初始投入几百万的项目总共实现了11亿元的销售额，为公司创造了1亿元的净利润。这就是“经济特许权”创造财富的能力。

这家公司自1993年年底上市后，一直呈现上涨走势，即使在几次大熊市中也只是小幅下跌，如图1-1所示。

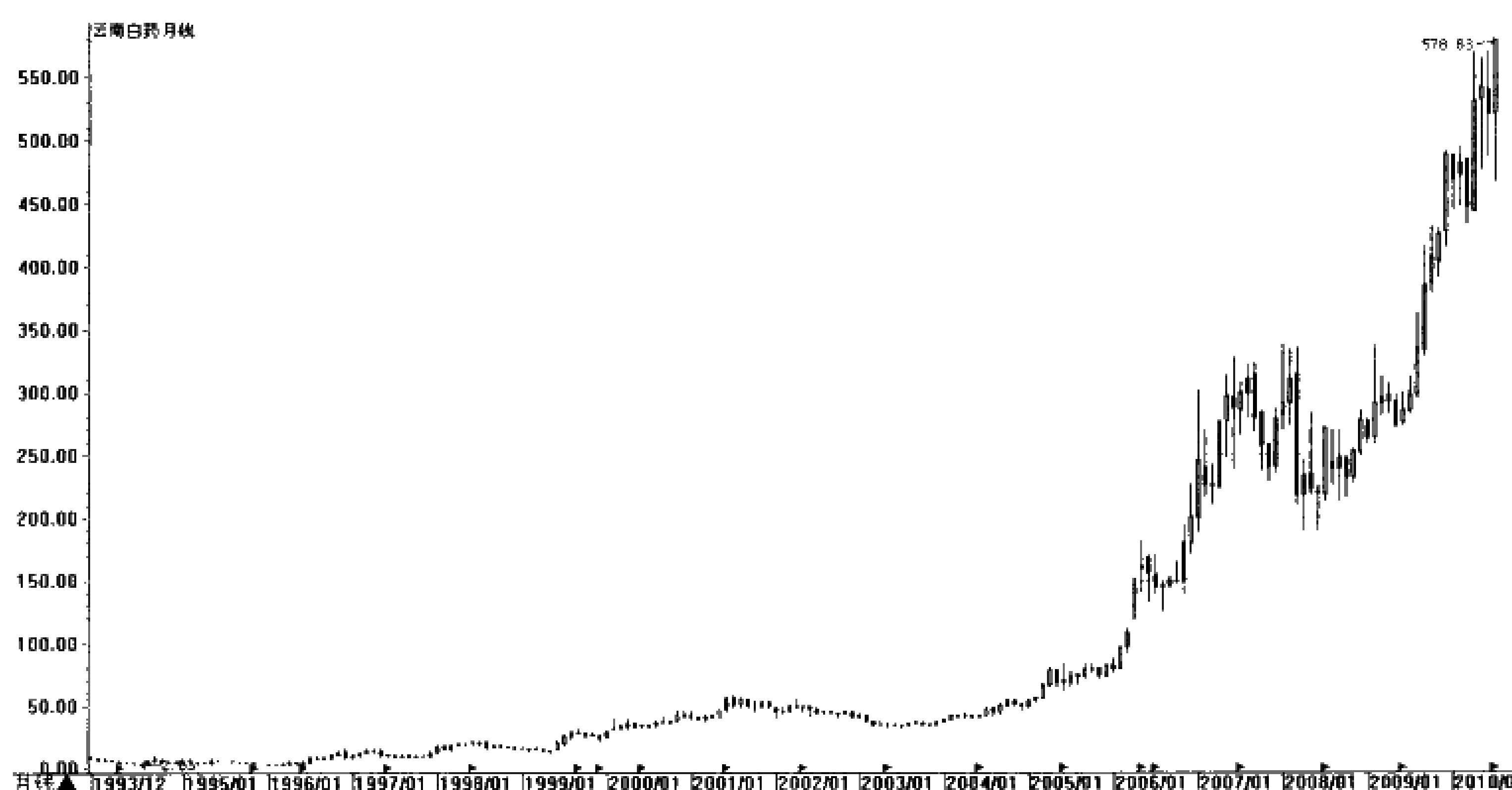


图1-1 云南白药月K线（后复权）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



云南白药

传说中，在刀光剑影的江湖里，云南白药是侠士们除暴安良的随身必备品；在枪林弹雨的战场上，云南白药也是战士们起死回生的救命仙丹。云南白药是国内著名的中成药，原名“万应百宝丹”，由云南民间医生曲焕章于1902年研制成功，具有化瘀止血、活血止痛、解毒消肿之功效，被誉为“疗伤圣药”。

云南白药创制至今，已有100多年的历史，凭借神奇的疗效，畅销海内外。其配方至今仍然是中国政府经济知识产权领域的最高机密。

1.2 一流的业绩：贵州茅台

1.2.1 公司的利润

赚钱才是硬道理。“经济特许权”虽然是公司获得优秀业绩的保证，但衡量一家公司最根本的因素，还是要看这家公司的业绩。我们在投资时，应该寻找的是那些可以凭借“经济特许权”获得一流业绩的公司，只有这类公司才能持续地为股东赚钱。

投资者要想衡量一家公司的业绩，最简单的方法是查看财务报表中与公司利润相关的数值。一家公司的收入要经过层层过滤才能最终流到股东手中，如图1-2所示。

（1）营业收入

营业收入是指公司在从事销售商品、提供劳务和让渡资产使用权等日常经营业务过程中，所形成的经济利益的总流入。

以贵州茅台为例，公司每卖出一瓶茅台酒，就会为营业收入贡献一定数额。假设这瓶酒的出厂价格是500元，营业收入也就会增加500元。营业收入是整个公司利润的基本来源，营业收入越高，说明公司的产品销售越火暴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

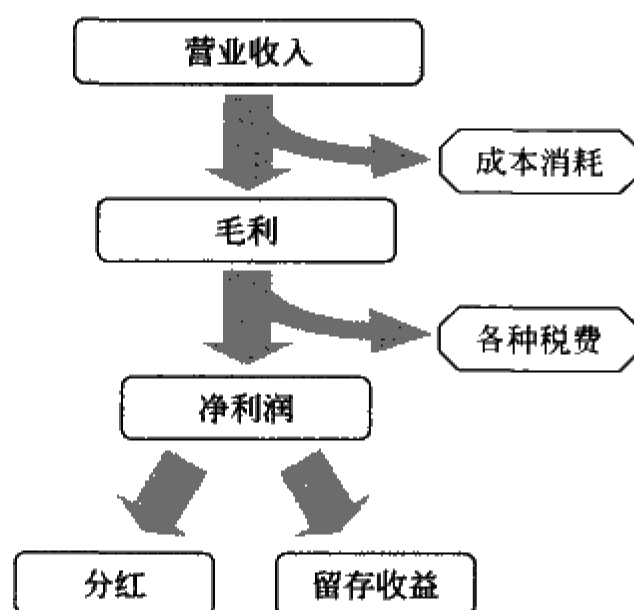


图1-2　公司利润的层层过滤

（2）毛利

毛利是一家公司的营业收入扣除成本消耗后的剩余部分。毛利与营业收入的比值称为毛利率。

假设贵州茅台生产一瓶酒的成本为100元，出厂价500元，那么这瓶酒的毛利就是400元，毛利率为80%。

毛利率是衡量一家公司获利能力的重要指标。这个指标越高，说明公司的获利能力越强。公司要想取得高毛利率往往需要有“经济特许权”作为保障。例如国际著名品牌LV的皮包销售毛利率有60%以上。而国内一些不知名的服饰公司因为没有“经济特许权”，其皮包的销售毛利率大概只有10%。

国内这些低毛利率的服饰公司很难与LV竞争。LV生产出来的皮包，即使是同样的款式、同品质的原料、同一条流水线和同样的工人，其市场售价也要大大高于其他公司的产品。

（3）净利润

在毛利润中，扣除生产过程中所产生的各种费用、营业税和公司所得税等各项支出后剩余的部分就是公司的净利润。

例如在上文的例子中，贵州茅台一瓶酒的毛利为400元，假设在生产期间公司的管理费用为100元，分摊的广告费50元，还有其他各项税费为100元，那么这瓶酒为公司贡献的净利润就是150元。

公司的毛利润会受到产品售价、生产成本的影响，而净利润除了受上述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条件的影响外，还会受到公司管理的影响。例如贵州茅台削减管理成本，使每瓶酒中分摊的管理成本减少50元。这样，在假设其他条件不变化的情况下，每销售一瓶酒公司就可以获得净利润200元。

巴菲特选股的一个重要原则就是“节俭”。除了自己节俭外，他所投资的公司的CEO都很节俭，注重降低费用，并能细水长流，持之以恒。越节俭的公司净利润越高，也就能为股东创造更多的收益。

（4）分红和留存收益

净利润已经是公司净赚的钱了。但是这笔钱是分给股东还是留在公司，就要看公司的分红和留存收益。

投资者最直接的获利方式是分红。通过分红，投资者可以获得真金白银的实惠。

与分红相对的另一种方式是留存收益。这部分资金就是本来应该分配给股东的利润没有分配，而是继续留在公司。相当于股东对这个公司追加了投资，公司用这笔新增的资本，继续扩大生产，扩大销售，然后创造更多的利润。利润的增长会给股东带来更多的分红。

巴菲特在选股时非常关注未分配利润转化成业绩增长的能力。以政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Company，简称GEICO公司）为例。在1982年至1992年间，这家公司共创造了17亿美元的利润。除去向股东派发的2.8亿美元现金红利外，剩余的大约14亿美元都用于再投资。这期间公司股票市值从2.96亿美元升值到46亿美元，增值了大约43亿美元。巴菲特认为，这43亿美元的增值要归功于投资者的14亿美元留存收益。平均下来，公司每留存1美元未分配利润就为股东创造了3.12美元的市值增长。其他如可口可乐、华盛顿邮报等公司也都有这种利用留存收益增值的能力。巴菲特发现，优秀公司总能用留存收益为股东创造更高的市值增长。

1.2.2 业绩增长决定股价增长

只要一家公司拥有持续稳定的获利能力、能为股东创造出源源不断的利润，投资者就可以放心地将自己的资金留在这家公司，不必过分理会短期的股价波动。巴菲特曾经多次强调他老师本杰明·格雷厄姆（Benjamin

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Graham）的名言。

短期而言，市场是“投票机器”，投资人无须靠智慧或情绪控制，只要有钱都可以登记参加投票。但就长期而言，股票市场却是一个“称重机”。

在短期来看，股价上涨是靠资金推动的。只要有投资者买入，这只股票的价格自然就会上涨。这种波动可能会非常剧烈，但不会持续太长时间。此时股票市场是资金的“投票器”。

而从长期来看，一只股票的股价必须要靠业绩上涨来推动。业绩持续优秀的公司，其股价长期来看必定上涨；而业绩长期委靡不振的公司，其股价也难有出色表现。此时股票市场就是对公司业绩的“称重机”。

在1993年致股东的信中，巴菲特以可口可乐为例子，给投资者上了一次生动的历史课。

1919年可口可乐股票以每股40美元公开上市。之后随着可口可乐稳定获利能力逐渐显现，该股股价也一路上涨。截至1938年，可口可乐已经成为美国饮料行业无可争议的霸主。而可口可乐的股价也已经比1919年的发行价上涨了80倍。

这时，尽管很多投资者都意识到可口可乐是一家卓越的公司，但是大家都觉得“股价实在涨得太高了”，“已经涨了80倍，不可能再上涨了”。

1938年，可口可乐问世已经长达50年，并且早已成为代表美国的象征性产品。这一年，《财富》杂志对该公司做了一次详尽的封面故事报道。其大意是说：每年回头看看可口可乐辉煌的经营业绩历史记录，许多管理资金规模庞大而且投资态度严肃认真的投资专家都会惊叹不已，但同时也会遗憾地感叹，自己发现这家公司已经太晚了。

人们之所以一再错过可口可乐股票，因为他们觉得，这家公司的股价，上涨80倍之后已经到了顶点，股价未来很难再继续上涨。但是谁也没有想到从1938年开始到1993年，这家公司的股价又上涨了625倍。从1919年到1993年，可口可乐股价在75年内，一共上涨了5万倍。75年间，爆发了两次世界大战，发生了一次又一次的通货膨胀和经济危机，经历了一轮又一轮的大熊市。但所有这些因素，都无法阻挡可口可乐股价的持续上涨。为什么这家公司的股价能够上涨得如此之高呢？巴菲特分析的结论是，只有一个原因，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是可口可乐惊人的业绩增长。

1938年可口可乐一年只能销售2亿箱的饮料，到了1993年它能够销售107亿箱，销售量增长了50倍。此外，可口可乐的利润增长比销量增长更快。巴菲特计算后发现，可口可乐的股价增长和利润增长基本保持着一个成比例的速度。1973年至1980年可口可乐的利润增长速度是8%，这段时间它的股价增长速度，平均每年大约是6%。1981年到1988年可口可乐的利润增长速度达到18%，这段时间它的股价增长速度也大为加快，每年高达31%。

从上面的对比中我们可以发现，公司的利润增长速度越快，其股价增长速度相应就越快；相反，利润增长速度放缓，股价增长速度也就相应减缓。不仅可口可乐如此，几乎所有的股票在长期来看都是如此。由此我们可以得出一个明显的规律：业绩增长最终决定股价增长。能够长期推动股价持续上涨的，只有一种力量：赢利的持续增长。巴菲特将其概括成一句话："股价涨跌取决于公司未来的赢利能力。"

巴菲特告诉投资者，越关注公司的长期经营业绩，越有可能改善自己的长期投资业绩："每个投资人的目标，应该是要建立一个投资组合，这个组合预期能够从现在开始的10年左右为投资人带来最高的赢利。这样的方式将会迫使投资人思考公司真正的长期远景而不是短期的股价表现，这种长期思考角度有助于改善其投资业绩。"（摘自巴菲特1991年致股东的信。）

1.2.3 贵州茅台的一流业绩

贵州茅台是国内A股市场上拥有一流业绩的上市公司之一。自2001年上市后，贵州茅台股价大幅上涨。

图1-3为贵州茅台上市后的K线图，通过后复权可以看出，发行价31元的贵州茅台，在2007年下半年其复权价格最高达988元（实际价格为230元）。这样的上涨幅度得益于贵州茅台出众的业绩。

从图1-4中可以看出，贵州茅台在上市后的9年中，业绩一直稳定增长，而公司的总资产和股东权益也逐渐增加。这表示公司在经营过程中为投资者创造了源源不断的利润。

像这样拥有一流业绩的公司，应该是投资者在投资过程中的首选。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

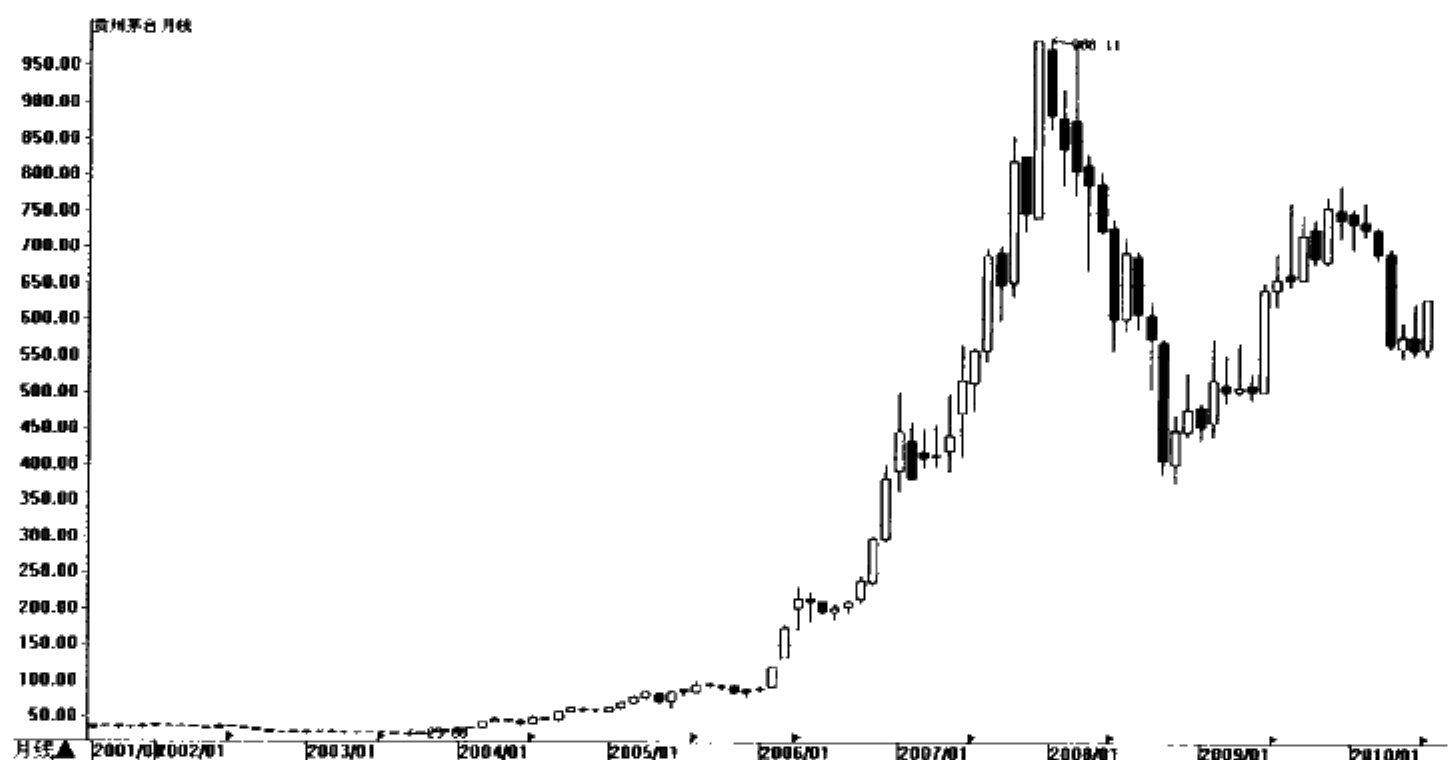


图1-3　贵州茅台月K线（后复权）

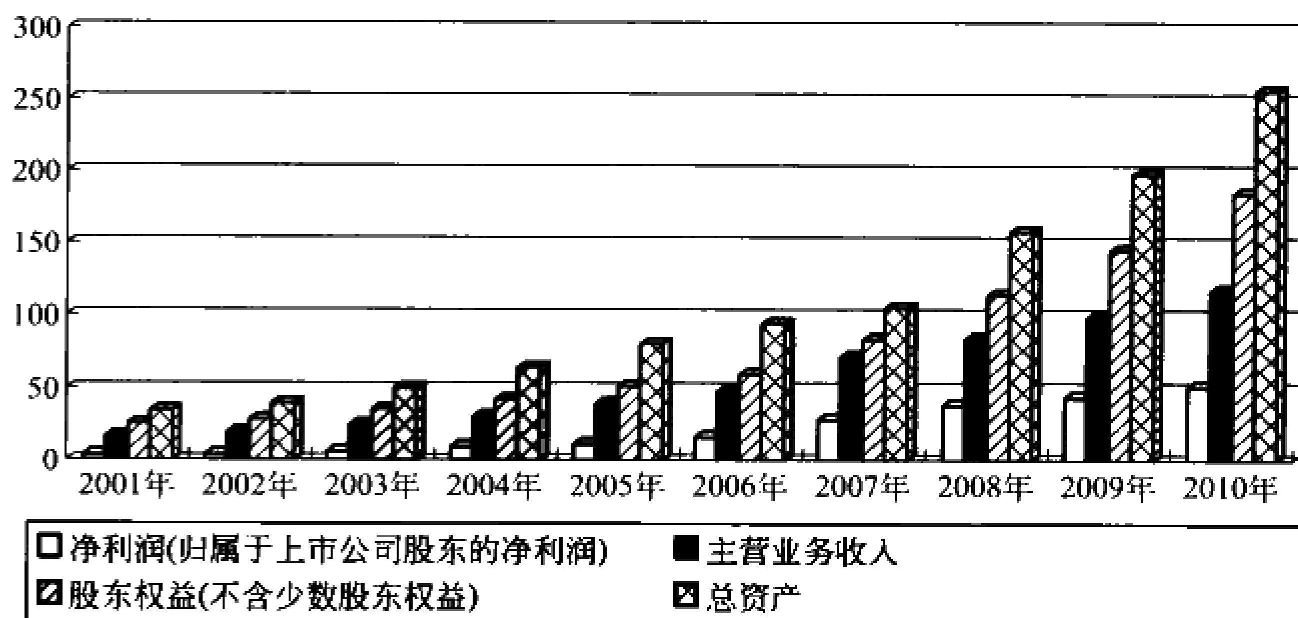


图1-4　贵州茅台历史业绩变化（单位：亿元）



贵州茅台

茅台酒产于中国西南贵州省仁怀市茅台镇，同苏格兰威士忌和柯涅克白兰地并称为“世界三大名酒”。

茅台酒的生产可以追溯到距今2000余年前的汉代。现在茅台酒的前身被称为“华茅”。在1915年的巴拿马世博会上，华茅被评为金奖产品，自此得以扬名世界。

茅台酒素以色清透明、醇香馥郁、入口柔绵、清冽甘爽、回香持久等特点而名闻天下，被称为中国的“国酒”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.3 一流的管理团队：万科的王石

1.3.1 与赢家共事

很多投资者的偶像是巴菲特，那么巴菲特的偶像又是谁呢？根据巴菲特的说法，除了恩师格雷厄姆外，他的个人偶像还包括一位球童，名叫艾迪·伯纳特（Eddie Bennett）。巴菲特说，他非常欣赏这位球童赚钱的故事，并将其总结为“与赢家共事”（work with winners）的哲学。

1919年，年仅19岁的艾迪·伯纳特开始在芝加哥白袜队的工作生涯，当年白袜队便打进世界大赛。隔年他跳槽到布鲁克林道奇队，这年道奇队赢得世界大赛。

之后不久，这位传奇球童发现道奇队苗头不对，又跳槽到纽约洋基队。此举“促使”洋基队在1921年赢得队史上的第一个世界大赛冠军。此后，艾迪·伯纳特仿佛预知接下来会发生什么事，决定安顿下来。果然，洋基队在此后的7年间，五度赢得美联的冠军（美国棒球联赛分为国联和美联，类似NBA的东部和西部）。

长期“与赢家共事”为艾迪·伯纳特带来了可观的收入。1927年，因为洋基队赢得世界大赛（当年棒球界传奇人物贝比鲁斯也在阵中），艾迪分到了700美元的奖金。这笔钱大约相当于其他球童一整年的收入，结果艾迪总共只工作4天就将这笔钱拿到手了（当年度洋基队四连胜横扫对手）。

艾迪清楚地知道：自己如何拎球棒并不重要，重要的是他能为球场上最当红的明星拎球棒才是关键。这也正是他比其他球童得到收入更多的原因。

投资股票就像是做球童，我们通过何种方法买卖股票并不重要，重要的是选择一只卓越的股票投资。而卓越的股票与成功的棒球队一样，都需要有实力超群的明星，即一流的管理团队。“与赢家共事”，我们也能成为赢家。

围绕着巴菲特“与赢家共事”的投资哲学，我们可以将选择一流管理团队的方法归纳为两点，即疑人不用和用人不疑。

（1）疑人不用

巴菲特说：只选择那些让你充分信任和由衷敬佩的经理人。他们符合三条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

永恒的信条：热爱自己的公司；像所有者一样思考；廉洁奉公而且才华横溢。

1991年7月，伯克希尔公司用现金收购了布朗鞋业公司。该公司从事鞋类制品的制造、进口和经销。巴菲特签订收购合同时就附加了一个条件：“该公司经验丰富的总裁弗兰克·鲁尼同意继续管理公司。”这与大多数人任用“自己人”去管理公司的方法完全不同。

巴菲特认为，无论怎么看，鞋业经营都是一桩困难的生意。如果能让弗兰克·鲁尼管理公司，情况就会完全不同了。他曾经对弗兰克·鲁尼说：“我是为你买下了鞋业公司。”

（2）用人不疑

在选择一个优秀的管理团队后，我们应该给予其充分的信任。巴菲特曾经说：

“我们的观念是：‘实在是很难教新狗老把戏！’伯克希尔的所有经理人都是各自行业的佼佼者，并把公司当成自己的事业一样在经营，至于我的任务其实相当简单，那就是站在旁边默默鼓励，尽量不要碍着他们，并好好地运用他们所赚来的大笔资金。”

在实践中，巴菲特对自己选择的经理人给予100%的信任。1965年巴菲特收购伯克希尔后，公司主营的纺织业务一直在走下坡路。到1985年，巴菲特不得不将纺织厂关闭。在分析失败的原因时，巴菲特认为是自己错误地选择了继续对纺织行业进行投资。他不但没有责备纺织厂经理人，反而认为如此出色的经理人对夕阳行业也无能为力，更验证了自己投资决策的失误。

巴菲特认为，自己成功的一个重要原因是为上市公司选择了优秀的管理团队。与这个优秀的管理团队相比，自己在投资中显得并没有那么重要。他曾比喻说，自己在资本营运上所扮演的角色，可以用小孙女Emily的一则小故事来说明。

在1990年秋天Emily的4岁生日宴会上，有一位魔术师为大家表演了一段魔术。

魔术师首先请Emily配合，帮魔术师拿着一支神奇的魔棒在宝贝箱上挥舞。没挥动几下，原来放在箱子里的绿手帕拿出来时就变成蓝色的了。然后又放进去一块手帕，小Emily又挥舞了几下魔棒，结果手帕拿出来时发现已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经打了结。经过这样4个回合，表演一次比一次精彩，小Emily也越来越兴奋，情不自禁地说："我实在是太厉害了！"

巴菲特说这个故事的用意是，伯克希尔公司旗下那群拥有高超管理才能和人格品质的明星经理人，就像这位魔术师一样，有着无穷的创造力。而他自己就像小Emily一样。我们之所以认为巴菲特"太厉害了"，完全要归功于他选择的这群明星经理"实在是太厉害了！"

巴菲特认为，考察公司管理层的侧重点应该放在管理才能和人格品质上。在他眼里，明星经理人就像魔术师一样能创造出神奇的经营业绩，而伯克希尔公司旗下就有一批这样的魔术师。

我们可以做一个假设，如果我们有幸持有伯克希尔公司10%的股权，并且能够决定经理人的任命。现在你是想继续留用巴菲特的管理团队，还是换一群"自己人"去经营公司呢？为了自己的利益，多数投资者都会选择前者。因为巴菲特和他的助手们已经组成了一个优秀的管理团队，这个管理团队可以为我们带来可观的投资回报。我们完全没有必要对他们的操作多加干涉，只要稳定持股，坐等收钱就可以了。在考虑其他股票的投资时，道理是相同的。

1.3.2 经理人越老越好

在巴菲特眼中，经理人越老越好。在1992年致股东的信中，巴菲特说与他合作了25年的助理格莱迪斯·凯撒（Gladys Kaiser）正准备退休，而在伯克希尔干了30年的财务长凡尔纳·麦肯基（Verne McKenzie）也已经退休。对此，巴菲特感到十分惋惜。他随即讲述了经理人越老越好的道理。

"有位美女曾经被问到她心目中理想的终身伴侣是什么样的。她回答说：'考古学家！因为我越老，他就越对我有兴趣。'我想我也可以成为她备选的对象。我特别珍惜伯克希尔这些老早就超过退休年龄的资深经理人。因为相较之下他们的表现要远比那些年轻的同仁们出色很多。不过我还是相当尊重格莱迪斯与凡尔纳决定退休的想法，时间到了就必须休息。当然我也绝对不鼓励其他人这样做，因为实在很难'教新狗老把戏'。"

在伯克希尔旗下，内布拉斯加家具商场（Nebraska Furniture Mart，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

NFM）的罗丝·布朗金女士（Rose Blumkin，即著名的B夫人）是高龄经理人的典范。1992年，当巴菲特在哥伦比亚大学商学院作演讲的时候说："B夫人今年12月就要满100岁了。顺便提一句，她现在每周仍然工作7天。晚上，商场会营业到9点钟，你9点钟的时候去那儿还能看到她。她开着她那辆小高尔夫球车在商场里走来走去。如果看到有销售人员没有接待顾客，她就会冲上前去，用小车撞他，然后表明自己的观点。"

1937年，B夫人以500美元的本金创立了内布拉斯加家具商场。

1983年，内布拉斯加家具商场的销售额已达10亿美元。这一年，B夫人家族将内布拉斯加家具商场80%的股权卖给伯克希尔公司。之后她答应巴菲特的请求继续留下来担任负责人并经营地毯生意。这年她已经89岁高龄了。

巴菲特在收购这家商店的过程中，直至最后达成交易也没有要求看任何一张存货清单。当时B夫人好奇地问巴菲特："你的会计师、律师以及投资银行在哪？"巴菲特回答："我更加信任您。我宁可相信您的话而不是8位重要审计师所说的话。和您做生意就如同和英格兰银行做生意一样。"正是卓越的敬业精神，让B夫人赢得了巴菲特的信任。

几年后，B夫人因为管理理念与其他家族成员不同而决定在内布拉斯加家具商场隔壁再开一家新店。在那里她亲自经营地毯生意，至于家具的部分则租给其他家具百货业者经营。

1992年底，已经99岁高龄的B夫人决定把这家店连同土地全部卖给内布拉斯加家具商场，B夫人再次成为伯克希尔旗下的经理人。

对B夫人重新回到伯克希尔旗下，巴菲特兴奋地说："我很高兴B夫人可以再度与我们合伙做生意。她成功的故事实在是前所未有。无论我们是伙伴还是竞争对手，我本人都是她忠实的支持者。当然，我们最好能成为伙伴。这一次经过B夫人的首肯，我们还签下了竞业禁止的条款。上次与89岁的她签合同时，我疏忽了这一点。B夫人有好几项纪录可以名列'吉尼斯世界纪录'之中。'在99岁签下竞业禁止条款'只不过是再增添一项罢了。"

在B夫人100岁生日时，巴菲特送上了特制的喜诗糖果。糖果的包装盒上用B夫人的照片代替了玛丽·茜女士（Mary See，喜诗糖果创始人）。直到接近103岁的时候，B夫人才开始减少工作时间，她解释怠工的原因说："我没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有生病，我只是变懒了。”一年后，B夫人离世。

在巴菲特看来，内布拉斯加家具商场的经营业绩之所以如此好，很大程度上是B夫人丰富的管理经验、高超的管理才能和高尚的人格品质所带来的。

1.3.3 再好的经理人也会出错

事实无数次地证明，再伟大的经理人也可能会犯错，尤其是当他们失去公司的基本目标时。巴菲特说："一次又一次，我们从导致管理人员的注意力离开正道的傲慢或者无聊的想法中，看到价值失去活力。”

巴菲特知道，几十年前可口可乐曾培育小虾，而吉列曾钻探过石油。这些多余的业务使公司走了不少弯路。但是巴菲特仍然对这些公司的管理人充满信心。“那不会再在可口可乐和吉列出现——从他们当前和未来的管理人员来看，可以肯定这一点。”

经理人可能犯错，但我们应对其足够信任。这是巴菲特重要的投资哲学。

在20世纪末，可口可乐和吉列双双陷入经营困境。1999年5月1日至2000年3月，这两家公司都被列入美国股市五大亏损蓝筹股，前者名列第一，后者名列第五。这是因为两家公司的经营出现了偏差。以可口可乐为例，在几乎保持了20年每年7%的收益率之后，1999年该公司全球销售额只增长了1%，而其营业利润则猛跌20%，仅为39.8亿美元。很明显，虽然可口可乐在此前20年全球化的努力十分成功，但新兴市场毕竟有一个相对饱和期。而且，像可口可乐这样的碳酸饮料日益受到纯净水、天然果汁等非碳酸饮料的冲击，公司却没有作出及时的调整。

此时，巴菲特给予公司管理团队足够的信任。他坚定地持有可口可乐的股票。当时，很多人把可口可乐股票换成科技股。他们赚到了不错的利润，开始嘲笑巴菲特太迂腐。但是等到网络股泡沫破灭后，巴菲特又一次成为笑到最后的人。

巴菲特之所以对自己重仓持有的可口可乐股票如此有信心，依据的是这些公司过去的辉煌业绩。在1996年的伯克希尔公司年报中，巴菲特说自己正在研究可口可乐公司100年前的年报（1896年）。那时可口可乐刚问世约10年。当时该公司的总裁阿萨·坎德勒（Asa Griggs Candler）说道："大约从今

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年3月1日开始，我们雇佣了10名与办公室有系统联系的旅行销售员，这样我们就几乎覆盖了整个合众国的领土。”那一年可口可乐的销售额才14.8万美元。而这位经理人已经开始谋划全国市场的战略了。

正是坎德勒的雄心壮志，创造了100年后销售额高达32亿美元的可口可乐公司。巴菲特对当时领导人的雄心与努力敬佩不已。

虽然不能仅凭过去看未来，但对于那些过去有着卓越成绩的管理团队，巴菲特还是会给予充分信任，坚信他们可以为股东创造超额利润。即使公司暂时陷入困境，巴菲特也坚定不移。

1.3.4 万科的王石

如果要评选国内A股上市公司最著名的管理者，那万科的王石一定是最热门的人选之一。

王石，1951年出生，1968年参军，1973年转业。转业后就职于郑州铁路水电段。1978年毕业于兰州铁道学院给排水专业。毕业后，王石先后供职于广州铁路局、广东省外经贸委、深圳市特区发展公司。

1984年王石组建万科前身——深圳现代科教仪器展销中心，并出任总经理。1988年中心改组发行股票，更名为“深圳万科股份有限公司”。

1991年万科公司在深圳证券交易所正式挂牌上市交易，王石任公司董事长兼总经理。万科是深圳股市上最早一批上市的股票之一。

1999年，王石辞去万科公司总经理职务。现任万科董事会主席。

如图1-5所示，20年来，万科在王石的经营下取得了出众的业绩，公司股价也持续上涨。1991年，万科A的发行价为1元，上市首日开盘价为14.58元。而到了2007年的牛市中，万科A后复权的最高价达到1859元。

万科A的最大自然人股东香港人刘元生就是因为对王石的信任而购买了万科A的股票，并一直持有。早在万科创建前，王石和刘元生就是商业合作伙伴。

刘元生回忆说：“那几年，王石经常到香港，但和其他内地人不一样，他从来不要求去观光，而是要我带他去逛书店，买了很多公司管理和财务方面的书。我感觉他是个有抱负的人。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

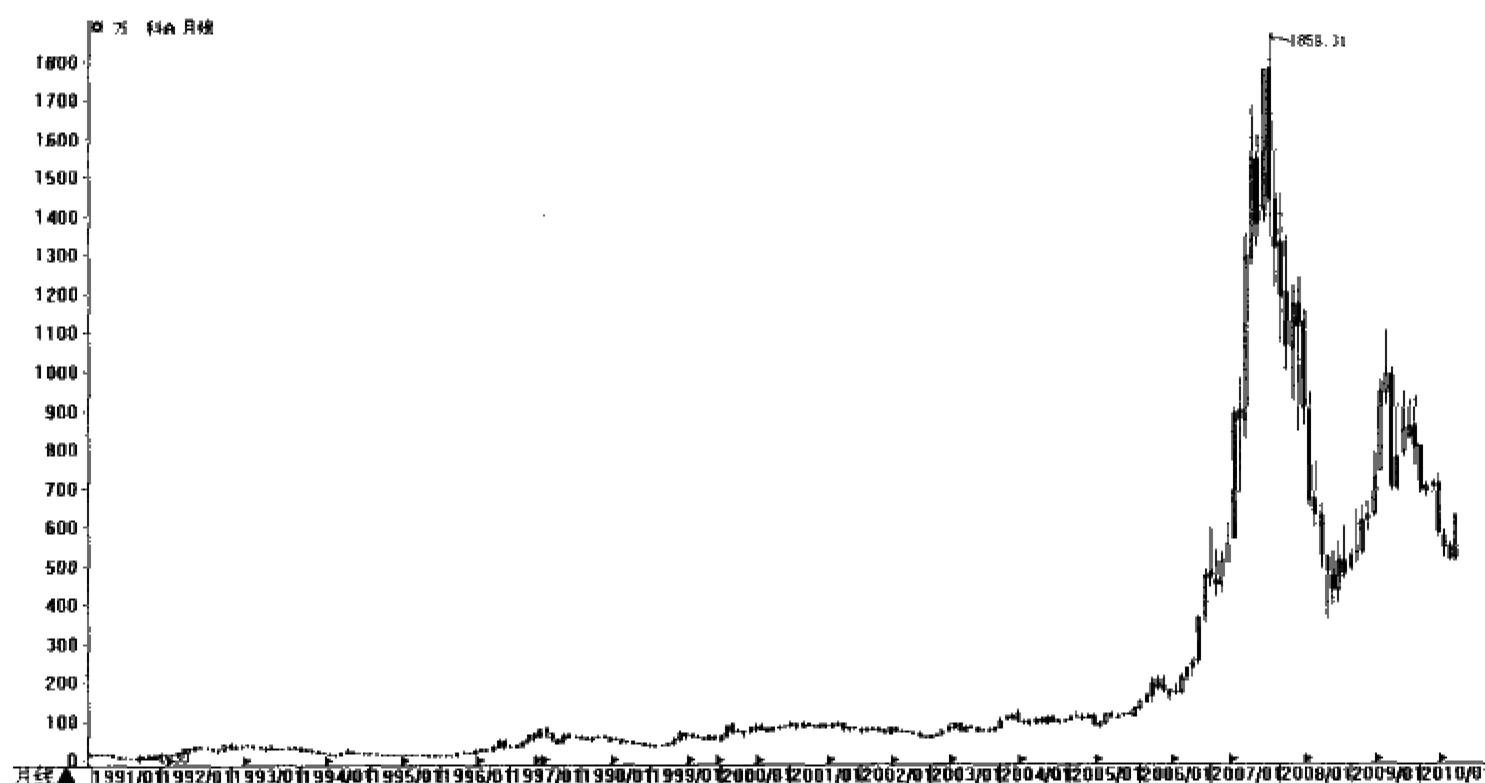


图1-5　万科A月K线（后复权）

1988年12月末，万科正式向社会发行股票。在发行过程中，一家本来承诺认购股票的外商临阵毁约。万科的发行陷入困境。与王石相熟的刘元生闻讯后，以1元每股的价格认购了万科360万股。加上后来陆续增持的股票，刘元生在万科A上的投入大概有400万。在2007年牛市的顶端，刘元生持有的万科股票市值高达24.92亿元。这还不算他多年所获得的分红收入。

刘元生因长期持有万科股票，就像是巴菲特买入内布拉斯加家具商场一样，在很大程度上是因为信任这家公司的经理人才看好公司前景。



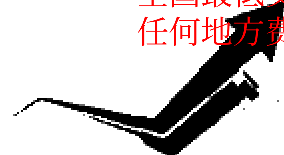
万科A

万科成立于1984年5月，是目前中国最大的专业住宅开发公司，也是A股市场上房地产板块市值最大的上市公司。

在领头人王石的带领下，万科通过专注于住宅开发行业，建立起内部完善的制度体系，组建专业化团队，树立专业品牌，以所谓"万科化"的公司文化"简单，不复杂；规范，不权谋；透明，不黑箱；责任，不放任"享誉业内。

万科同时发行有A股和B股。我们常说的万科股票一般是特指万科A股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1.4　一流的发展前景：航空股和手机股

1.4.1　要看重长期发展前景

通过观察巴菲特的投资组合我们可以看到，巴菲特最喜欢投资的公司是可口可乐、吉列等经营长期稳定的公司。对那些短期内成长惊人，但长期发展有很大不确定性的公司（例如高科技公司），巴菲特很少投资。

巴菲特曾经说过：“我们充分了解高科技为整个社会所带来的便利与改变，只是没人能预测往后10年这些科技公司会变成什么样。我常跟比尔·盖茨（Bill Gates）或安迪·格鲁夫（Andy Grove）在一起，即使是他们也不敢保证。”

被网络公司引诱的投资人就好像参加舞会的灰姑娘一样，如果没有在午夜的期限之前赶紧离开，漂亮的马车就又会变回南瓜。最不利的问题在于，这场舞会上的时钟并没有指针。

（1）判断公司发展前景

巴菲特的长期投资策略是建立在对公司的深刻研究的基础之上的。而研究一家公司最难的地方就是判断这家公司的发展前景。根据巴菲特多年的言论，我们可以将他判断公司发展前景的方法归纳为三个方面。

➲ 公司所处的行业

巴菲特在他的投资策略中对于如何选择一个行业是这样解释的：“在行业的选择方面，需要重点关注两点：一是行业的吸引力，二是行业的稳定性。”

公司所处行业的好坏直接决定了公司长期的发展前景。处在新能源、新材料等朝阳行业中的公司往往会有更好的发展前景。这类公司是投资者应该选择的重点。

如果一家公司所处的行业不佳，如技术落后、高耗能行业，即使这家公司再优秀，也很难获得广阔的发展前景。

➲ 公司拥有的资源

公司拥有的资源包括有形资源和无形资源两个方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有形资源包括生产设备、厂房、销售渠道等方面。一家公司有形资源的强弱可以直接表现在公司当前的经营业绩上。

无形资源则包括公司的垄断优势、品牌优势等。一家公司的“经济特许权”，多数就蕴含在其无形资源中。这些无形资源决定了公司长期的发展前景。

➲ 公司的管理水平

公司的管理水平，直接表现在公司对现有资源的应用能力上。一家公司的管理水平越高，其对现有资源的利用就越合理，公司的发展前景也就更加广阔。

（2）公司的产品特点

除了考察公司所处的行业外，投资者还可以通过考察公司产品，来衡量这家公司的长期发展前景。如果一家公司的产品得到市场认可，能够长期销售，并且为公司带来稳定且数额不菲的利润，那这家公司的发展前景必定会十分乐观。巴菲特认为，一家有广阔发展前景的公司，其产品应该具有以下三个特点中的至少一个。

1 公司生产的产品属于易耗品，且具有品牌吸引力，是商场必售的品种

2 公司是为制造商提供广告服务的传播公司

3 公司所提供的是消费者或其他公司有持续需求的服务

1.4.2 行业发展前景和公司发展前景

一个公司要想有广阔的发展前景，其所处行业必然应该是一个朝阳行业。但反过来说，这个结论就不一定正确。在某些情况下，整个行业快速发展并不一定能带动行业内公司的发展。这个行业内即使最好的公司也可能难以取得理想的业绩。

（1）公司发展依赖于行业发展

即使被称为“股神”，巴菲特在选择投资行业时也犯过错误。他承认自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己最大的投资失误之一，就是在1965年买下了伯克希尔公司的控制权。当时伯克希尔的账面资产净值只有2200万美元，而且全都投在了纺织厂上。不幸的是，当时的美国和今天的中国相似，纺织业在全国范围内都不是一个前途光明的行业。

入主伯克希尔后，巴菲特开始以这家公司为平台，继续收购其他公司。伯克希尔在经营过程中产生的大量现金为巴菲特的收购计划提供了便利。1967年，巴菲特用纺织业务产生的现金收购了国家赔偿公司而进入保险业。随后，伯克希尔公司的经营越来越多样化，纺织厂在整个公司中的比重逐步缩小。

到1978年，纺织厂逐渐成为伯克希尔的“鸡肋”。但巴菲特仍恋恋不舍。在他看来，这家公司拥有四大竞争优势，让他不舍得抛弃。

1 业绩稳定：伯克希尔的纺织厂在其所处的区域中仍是非常重要的雇主

2 管理优秀：管理人员在汇报问题时直截了当，在解决问题时劲头十足

3 劳资关系融洽：在面对普遍问题时，劳资双方合作顺利，关系融洽

4 稳定的现金流：对伯克希尔的投资项目，纺织厂提供了大量的现金支持

巴菲特认为，只要符合这些条件，伯克希尔就应该坚决支持纺织厂的生意。然而事与愿违，1979年纺织厂还略有赢利，但是从那以后它就开始消耗大量现金。到了1985年7月，纺织厂已经在大量吞噬伯克希尔其他业务的利润。此时巴菲特不得不决定关闭工厂。

伯克希尔纺织厂的失败并不是因为公司管理不善或者竞争力下降，而是因为整个行业的经营环境极度恶化。根据巴菲特的统计，从1980年起到伯克希尔纺织厂关闭前，美国已经有250家纺织厂关门歇业。

通过这次失败，巴菲特总结了两个教训。

第一，他忽略了法国哲学家孔德的名言：“才智是情感的仆人，而不是情感的奴隶”，而是相信他自己的固有看法。在早些时候他完全有理由关闭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纺织厂，但是他宁愿相信那些不去关闭它的理由。

第二，他忽略了一句俚语："一匹能数到十的马是杰出的马，但不是杰出的数学家。"类似地，当时伯克希尔是一家优秀的纺织厂，但如果和其他行业的公司相比就不够优秀了。

（2）行业发展不代表公司发展

巴菲特曾经说过"不碰带轮子的股票"（这个策略在近几年似乎有所改变，巴菲特开始投资比亚迪和铁路股）。甚至连和运输相关的航空运输行业也被他排除在投资组合之外。他对航空公司的态度一度达到了憎恶的地步。

巴菲特曾引用维京亚特兰大航空公司老板理查德·布兰森（Richard Branson）的话说："有人问要怎样才能成为一个百万富翁。其实方法很简单。首先是你要成为一个亿万富翁，然后就是买一家航空公司。由于航空公司不断亏损，你的资产会慢慢缩水，从亿万富翁变成百万富翁！"

巴菲特如此排斥航空股的原因是，这些股票的历史表现实在太过惨淡。1989年巴菲特花费3.58亿美元买入美国航空公司的优先股。但是从1990年到1994年，美国航空公司共亏损24亿美元，大量航空公司倒闭。美国航空公司的股价也大幅下跌。到1994年，巴菲特被迫将这笔投资的价值减记75%。他承认自己看错了这个生意。

虽然"带轮子"的行业在近100年间取得了快速的发展，也为人类发展作出了卓越的贡献，但这些行业内的公司表现难尽人意。巴菲特1999年在太阳谷（Sun Valley）的演讲中，曾经讲到过汽车和航空业的发展。

汽车是人类历史上最伟大的发明之一。它对人们的生活产生了巨大的影响。如果时光倒流至汽车发明的年代，相信很多投资者都会义无反顾地投资汽车股票。

但不幸的是，根据统计，在最早出现的两千多家汽车公司中，只有三家公司存活至今。而且在历史上，这三家公司的市值都曾经低于其净资产。因此，巴菲特总结："虽然汽车产业对美国产生了巨大的正面影响，但对投资者产生了相反的冲击。"

飞机是人类历史上另一项最伟大的发明。根据巴菲特统计，从1919年到1939年，美国约有两百多家航空公司。如果在当时我们能预见到现在蓬勃发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展的航空业。我们肯定又要毫不犹豫地投资了。但实际情况是："历史上对航空公司的所有股票投资都赚不到钱，和近几年的情形如出一辙。"

巴菲特风趣地说："因此，我想告诉你们：我真的愿意这么想——当我回到小鹰号（Kitty Hawk，莱特兄弟发明的世界第一架飞机的名字）时代，我会有足够的远见和公益心把奥维尔（Orville Wright，莱特兄弟之一）击落。但我没做到，我有愧于未来的资本投资人。"

正因为对汽车行业和航空业的认识，巴菲特对那些新兴的，未来有较大发展前景的行业并不感兴趣。得益于此，他躲过了2000年的网络股泡沫。巴菲特的伙伴查理·芒格曾说。"对整个社会来说，网络或许不错；但对资本家而言，这绝对是个负数。"

1.4.3 "被ST"的手机股票

汽车和航空业在最近100年内有着辉煌的发展历程。但这两个行业内公司却没能取得同样辉煌的发展。相反，大多数公司都被市场淘汰了，究竟哪家公司能活到最后，在100年前是很难预见的。因此巴菲特从不冒险投资新兴行业的股票，即使这个行业在未来有广阔的发展前景。

在国内A股市场上，手机生产行业是与汽车、航空业类似的一个产业。在最近20年，国内手机市场取得了快速发展。而且在可以预见的几十年中，手机产业还有广阔的发展前景。但是在股票市场上，几年前手机生产行业的几家龙头股深科健A、夏新电子、波导股份等股票由于连年亏损而相继被"ST"。因此，与巴菲特所说的汽车和航空业一样，国内整个手机产业的快速发展并没给上市公司带来预想中的收益。

以波导为例，波导手机曾经以"手机中的战斗机"为广告，成为国内手机生产行业的龙头。但是波导股份（600130）的股票在2000年7月上市后正赶上网络股泡沫破灭，股价一路下跌到2006年年初。进入2006年到2007年的大牛市后，波导股份的股价才有所反弹，如图1-6所示。

在股价持续下跌期间，公司的业绩也快速下滑。2009年4月，波导股份因为2007年、2008年连续2年的净利润为负值，被上海证券交易所实行退市风险警示特别处理，更名为*ST波导。众所周知，在国内A股市场上"ST"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是垃圾股的标志。2009年，波导股份虽然实现赢利，但仍被实行退市风险警示特别处理。2010年6月，公司股票简称改为ST波导。



图1-6　波导股份月K线（后复权）

与波导类似，在2000年以前，科健也是国内手机生产行业的龙头。深科健A（000035）于1994年4月上市。截至2010年4月，科健上市后16年间只在1995年进行过两次分红。而公司的股价也只在1999年的科技股泡沫中有过大幅上涨行情。泡沫破灭后，公司股价持续下跌，如图1-7所示。



图1-7　深科健A月K线（后复权）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005年6月，深科健A因为“债务清理尚未全部完成，由此导致公司2004年度财务审计报告无法完成”而被实行退市风险警示的特别处理，证券简称变更为“*ST科健”。从2005年至2010年的5年中，公司股票简称多次在“ST科健”和“*ST科健”之间变换，但一直未能摘去“ST”的帽子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章 ▸▸▸

巴菲特的选股标准二：简单

有两位经济学教授在校园里散步，忽然看到前面路上有一张10美元钞票。其中一位教授正准备弯腰去捡，可是另一位教授把他拦住了，说："你怎么能轻易相信这张钞票是真的呢？如果是真的，早就被人捡走啦，难道还会轮到你吗？"

准备去捡钱的教授有些尴尬。正在他犹豫之际，一位乞丐急匆匆地跑过来，捡起这张钞票就去旁边的麦当劳买了一个汉堡和一大杯可乐，然后津津有味地吃起来。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1 简单原则：丽江旅游的简单业务

2.1.1 巴菲特的“简单”选股原则

（1）伯克希尔收购公司的六大原则

大道至简。巴菲特崇尚简单的选股原则。

为了说明巴菲特的“简单”选股原则，我们可以看一下伯克希尔公司刊登的一则广告。这则广告几乎出现在历年来每封巴菲特致伯克希尔股东的信的最后。广告中阐述了伯克希尔公司希望收购的公司的条件。

1. 大交易，每年税后盈余至少有1000万美元
2. 持续稳定获利，不包括那些仅仅有远景或有转机的公司
3. 高股东报酬率，并且甚少举债
4. 具备优秀的管理层
5. 业务简单的公司
6. 合理的价格

巴菲特还曾经对这六条原则进一步精简：投资其实非常简单，就是努力收购基本经济情况优秀，由诚实能干的人才管理的公司，最后以合理的价格买入。

要知道一家公司的经济状况是否优秀，我们必须去了解这家公司。若要知道管理层是否诚实能干，公司售价是否合理，我们也得去了解这家公司。巴菲特之所以能成功，对上市公司的了解是重要原因之一。如果他不了解一家公司，就无法判断该公司的长期经济发展前景是否看好，管理层是否能干、诚实，以及售价是否足够吸引人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于普通投资者，难以像巴菲特一样对各种各样的公司实地调研，最终做决策。我们应该做的，就是根据自己的了解程度，划定一个较小的“竞争优势圈”。对优势圈内的公司，我们十分熟悉，可以轻松地判断公司投资价值。对于优势圈外的公司，我们的熟悉程度可能没有那么高，所以应该避免购买这类股票。

（2）简单选股来自明确的优势圈

巴菲特了解的公司，都属于他竞争优势圈的范围内。所有他不了解的公司，就处在他的竞争优势圈之外，那就应该是属于别人的领域。如果在自己的竞争优势圈中找不到标的，巴菲特绝对不会扩大选择的范围，而是耐心等候。

例如1967年，巴菲特感觉在自己熟悉的公司中已经很少有售价合理的投资标的。此时他并没有试图去投资一些不熟悉的公司，而是退场观望。直到1973年股市崩盘，甚至连绩优股的价格也跌到谷底时，巴菲特才再次进入股市大展身手。

巴菲特进行投资时，谨守竞争优势圈的范围。竞争优势圈之内的公司，只要价格合理他都可能收购；圈外的公司，他连看都不会去看，因为他无法清楚地判断价格是否合理。

通过观察巴菲特的投资历史我们可以发现，巴菲特很多情况下收购的都是市场暂时不看好的公司。市场上多数投资者都不看好这些公司，而只有巴菲特看好并买入。最根本的原因是在他的优势圈范围内，巴菲特对公司的了解要强于市场上多数的投资者。他可以清楚地判断一家公司未来的发展潜力，找出被市场低估的公司。

对于普通投资者，可能无法像巴菲特一样精通那么多的行业，但总有一个行业属于我们的优势圈。例如医生对医药行业特别熟悉，而记者则会对教育传媒行业有更深的研究，如果投资者生活在上海，则完全有条件慢慢了解上海本地的所有上市公司。

在投资过程中我们应该做的首先是明确自己的优势圈范围，之后耐心等待自己的优势圈中出现被低估的公司，最后大胆买入。这就是巴菲特教给我们的最简单的选股原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1.2 稳定的才是简单的

在巴菲特的选股策略中，稳定是最根本的原则。巴菲特曾说：

“研究我们过去对子公司和普通股的投资时，你会看到我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。我们这样选择的原因很简单：在进行两者（子公司和普通股）中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信在从现在开始的10年或20年的时间里肯定拥有巨大竞争力的公司。至于那些迅速变迁的产业，尽管可能会提供巨大的成功机会，但是它排除了我们寻找的确定性。”

（1）业绩稳定

巴菲特喜欢投资历史上业绩优良且稳定的公司。对于历史业绩不佳或者业绩大幅波动的公司，巴菲特并不看好。

他习惯于根据公司的历史表现来判断公司未来的发展方向。如果一家公司过去的业绩没有发生过什么重大变化，那将来也不会发生什么重大变化。

相反，如果一家公司过去的平均业绩还不错，但业绩的变化幅度很大，那巴菲特就会认为这家公司或者其所属的产业无论过去或者将来，都会处在一个迅速变迁的状态中。这类公司的未来是难以预测的。对此投资者应该谨慎投资。

还有一类公司，历史上业绩平平。但公司管理层宣布未来有重大利好，将使公司未来的业绩大幅提高。对这类公司，巴菲特也不会投资。根据他的理论，只有历史业绩才足以决定未来业绩。这家公司虽然未来业绩可能提高，但那并没有得到历史业绩的支撑，是不确定的事情。投资者对这类公司并不应该过度追捧。

表2-1中列举了三家公司从2001年至2010年连续10年的每股收益。从这个表中的数据可以清楚地看到：公司A的业绩稳定增长，是这三家公司中最好的投资标的。

公司B的平均每股收益虽然与A相同，但业绩的变化幅度很大。这种公司的未来是很难预测的。投资这种公司需要冒很大风险。

公司C的平均每股收益也与A公司相同，而且业绩稳定。但这家公司的业绩过分稳定了，10年间的变化很小。像这样的公司虽然投资风险不大，但未来没有什么成长前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表2-1 三家公司业绩对比

公司A		公司B		公司C	
年份	每股收益	年份	每股收益	年份	每股收益
2001	2.17美元	2001	3.57美元	2001	2.77美元
2002	2.46美元	2002	3.95美元	2002	3.12美元
2003	2.68美元	2003	2.39美元	2003	2.88美元
2004	2.92美元	2004	4.30美元	2004	2.62美元
2005	3.04美元	2005	2.98美元	2005	3.21美元
2006	2.98美元	2006	−1.26美元	2006	3.30美元
2007	3.10美元	2007	3.66美元	2007	3.00美元
2008	3.20美元	2008	7.11美元	2008	2.90美元
2009	3.53美元	2009	−2.43美元	2009	2.93美元
2010	3.89美元	2010	5.69美元	2010	3.27美元
平均收益	3.00美元	平均收益	3.00美元	平均收益	3.00美元

※表中数据不考虑送股除权对赢利的稀释问题

（2）业绩稳定增长

从1982年开始，巴菲特几乎每年都要在伯克希尔公司年报中提到自己喜欢的公司的标准。他说，自己最喜欢的公司必定要在经过实践检验的基础上具有“持续赢利能力”（demonstrated consistent earning power）。巴菲特非常重视这一点。

巴菲特说，芒格经常提醒他注意，一家伟大的公司的优点在于巨大的赢利增长能力。赢利增长能力和赢利能力是完全不同的概念。

巴菲特同意芒格的这个观点。他认为，我们必须在可以完全肯定一家公司具有巨大的赢利增长能力的背景下，才去投资这家公司的股票。

有些公司的赢利能力很强，但每年的利润增长幅度并不大。这类公司的价值往往已经被市场充分发现，并不是最优的投资标的。而另外还有一部分公司看起来的赢利增长能力也很强，但这只是一种假象。如果投资者不能完全确定一家公司的赢利增长能力就贸然投资，很可能会造成投资失误。

1988年，巴菲特以每股5.22美元的价格首次购入可口可乐股票。6年后的1994年，他又以每股21.95美元的价格加仓买入。我们可以回头看可口可乐公司从1983年至1993年的每股收益水平，不难理解巴菲特当时对可口可乐的信心，如表2-2所示。

从这份表格中很容易就能看出，在10年间，可口可乐公司的每股收益一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直很高，并且处于稳定的上升趋势。

表2-2　可口可乐公司1983年至1993年每股收益

年份	每股收益	年份	每股收益
1983年	0.17美元	1989年	0.42美元
1984年	0.20美元	1990年	0.51美元
1985年	0.22美元	1991年	0.61美元
1986年	0.26美元	1992年	0.72美元
1987年	0.30美元	1993年	0.84美元
1988年	0.46美元		

2.1.3　简单的业务

巴菲特常说："我们喜欢简单的公司。"他掌管的伯克希尔公司旗下那些获取巨额利润的公司中，没有一个公司是从事复杂的研究和开发工作的。那么巴菲特喜欢的简单公司有什么标准呢？

可口可乐公司是巴菲特经常提到的简单公司典范。在可口可乐公司1999年的年度报表中关于公司主营业务的解说词是："我们公司生产浓缩糖浆，有时直接制成饮料，把它卖给获得我们授权的批发商和少数零售商，让它们进行瓶装和罐装。"

一个多世纪以来，可口可乐公司在每年的报表中都用同样的解说词解释公司的主营业务。这句话被当成可口可乐公司的金科玉律，同时也是巴菲特所说的简单公司的最好标准。

同样，巴菲特坦言，他与多数投资者一样，都不懂高科技公司的业务。因此他从不买那些高速增长，股价大幅上涨的高科技公司的股票。即使他认为比尔·盖茨是全世界最伟大的经理人，他也不会购买微软公司的股票。

在这里投资者应该注意，简单的业务和公司的"经济特许权"有时是抵触的。一家公司的业务越简单，就越容易被其他公司模仿，这家公司的"经济特许权"就会越弱。只有那些将简单业务和"经济特许权"完美结合的公司才是最好的投资标的。而巴菲特引以为傲的可口可乐、吉列、绿箭、喜诗糖果等都是这样的优秀公司。

巴菲特认为，多数投资者都把股票投资、股票预测看得过分神秘了。股评家则更是把它说得神乎其神，不但各种概念满天飞，而且还把许多非常高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深的数学模型、复杂的技术指标、眼花缭乱的走势图表都通通搬过来。其实，真正的股票投资、预测就像生活常识一样简单，简单得不能再简单。巴菲特承认，他的这种看法和大多数商学院里的主流观点有着根本区别。这些商学院里的金融课程，主要讲的就是这些东西。可是巴菲特认为，如果有机会在商学院里学金融投资，只要掌握两门课程就够了：一是如何评价公司内在价值，二是如何思考股票市场价格。除此以外的其他课程都会把投资者引入歧途。

正如本章开始的那个小故事一样，股市中也充斥着这种争论不休、犹豫不决的“教授”（股票分析师和股民）。当股民希望根据简单选股理论交易时，总是有股票分析师在旁边说：“你怎么能知道自己的选择是正确的呢？如果真的这么简单，还会轮到你赚钱吗？”

而巴菲特则自比为“乞丐”。当股民听到股评家的话畏首畏尾后，他则根据最简单的法则交易，在市场中轻而易举地捡到大便宜。

现实的股市中，经常出现这个故事的翻版。

1973年年中，巴菲特开始大量买入华盛顿邮报公司的股票。根据巴菲特推算，当时华盛顿邮报公司的内在价值为4亿～5亿美元，而这只股票的市值只有1亿美元。他特别强调说，了解并计算这只股票的股价和价值的比率，并不需要特别的洞察力，大多数证券分析师、股票经纪人、传媒公司管理层都能轻而易举地做到这一点。

一方面，当时的华盛顿邮报经营状况良好，内在价值在不断增长；另一方面，华盛顿邮报的股价在不断下跌，越来越凸显出它的内在价值。

令巴菲特感到奇怪的是，就是这样一个简单的事实，却有那么多比他聪明的投资者，宁可相信各种复杂的数学计算，而看不到这一点。机构投资者经过商学院的正规教育后，过于迷信有效市场理论，总认为研究公司内在价值对股票投资毫无用处，所以才让巴菲特捡了一个个“大便宜”。

巴菲特一贯认为，股票市场并不总是有效的。投资者在进行市场预测时，并不需要反复研究市场上的各种现象，最重要的是对自己准备买入的股票进行准确估价。当市场价格大大低于股票的内在价值时，就是投资者进场捡便宜的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1.4 丽江旅游的简单业务

丽江旅游是国内A股市场上拥有简单业务的上市公司的典型代表。公司股票自2004年8月上市后虽然因为几轮熊市而出现较大幅度的波动，但整体趋势是一直上涨的，如图2-1所示。

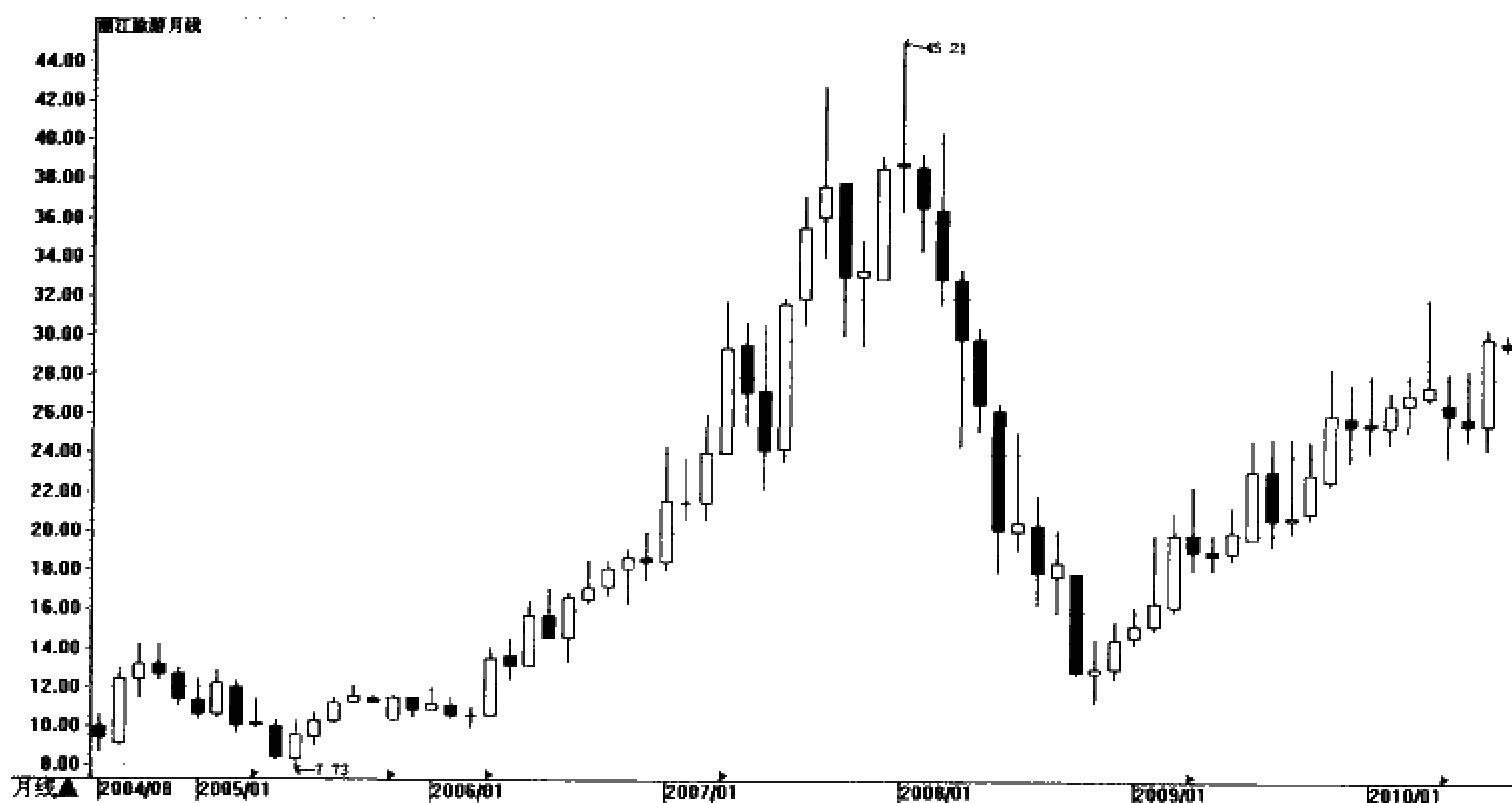


图2-1 丽江旅游月K线（后复权）

丽江旅游的主营业务为旅游索道。根据公司近几年的年报，索道运输收入占公司总收入的比例一直在80%左右。其他收入来自旅游酒店及其他旅游相关行业。

丽江旅游的业务模式十分简单，即修建索道，之后通过索道运送旅客，靠卖票赚钱。只要到丽江旅游的游客，都会坐索道去玉龙雪山或者其他景点，也就会为丽江旅游的业绩作贡献。

丽江旅游的这种业务模式虽然简单，但不可能被复制，属于将简单的业务和“经济特许权”完美结合的业务模式。其他公司不可能在丽江地区修建索道，游客也不可能乘坐其他索道去丽江旅游。

除了简单的业务和“经济特许权”外，丽江旅游还有一大优势，即毛利率高。丽江旅游现在主要运营三条索道，分别是玉龙雪山旅游索道、云杉坪旅游索道和牦牛坪旅游索道。只要这三条索道不需要大修翻新，丽江旅游的日常支出在总收入中所占的比重很小。根据丽江旅游近几年的年报，公司索

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道运输业务的毛利率一直接近90%。与其他业务均摊后的公司整体毛利率也在85%左右。



丽江旅游

丽江位于云南省西北部云贵高原与青藏高原的连接部位，北连香格里拉，南接大理古城，是滇西北旅游枢纽。丽江地区的旅游产业可以同时满足观光和休闲游两类不同层次的消费需求。

丽江玉龙旅游股份有限公司（简称丽江旅游）拥有较高品位的旅游资源优势和优良的经营业绩，是滇西北地区实力最强的综合性旅游集团。公司由原丽江玉龙雪山旅游索道有限公司整体变更设立，经过多年发展，业务已经涉及旅游索道、房地产、酒店、交通和餐饮等行业的投资建设和相关的配套服务。但公司最主要的业务还是旅游索道。

2.2 不熟不做：家家都会用到的安琪酵母

2.2.1 只做熟悉的生意

巴菲特被称为“奥马哈圣人”。这不仅仅是因为他居住在奥马哈，还有个重要的原因是他的早期客户大多来自奥马哈，而他的成功投资案例也有不少来自奥马哈。在奥马哈这个熟悉的地方投资，使巴菲特回避了很多不必要的风险。等到自己的知识和阅历逐渐积累起来以后，巴菲特才逐渐把投资范围扩大到内布拉斯加州、整个美国乃至全世界。

巴菲特说：“我只喜欢我看得懂的生意，这个标准排除了90%的公司。”“只投资于你熟悉、你了解的公司，反而会赚得更多。胡乱投资那些自己不熟悉、不了解的公司，往往只会亏得更多。”

在这个方面，以体育项目来比喻投资十分贴切。股票投资不像跳水比赛——分析方法的难度越大得分未必就越高。股票投资更像是足球比赛——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以选择最简单的方式将球踢进对方球门。无论头顶脚踢，只要进球就可以得分。投资者通过辛苦地分析一家复杂公司所获得的回报，与轻松地投资一家自己熟悉的公司所获得的回报没有什么区别。股票市场绝对不会因为我们把自己的投资难度降低，而对我们的收益打个折扣。

历史上巴菲特所投资的股票，无一例外都是他所熟悉的。其中最典型是可口可乐和华盛顿邮报。巴菲特对这两家公司的熟悉可以追溯到他的童年时代。

可口可乐公司是世界最大的软饮料生产和经销商。1886年可口可乐开始在美国销售，现在覆盖世界190个国家和地区。巴菲特从6岁时就开始做可口可乐的生意，他开始喜欢喝可口可乐的时间则更早。当他6岁时，发现邻居们都喜欢喝可口可乐。于是他就从他爷爷的杂货店买来可口可乐，价格是25美分6瓶，然后卖给邻居们，价格是每瓶5美分。1988年，巴菲特开始购买可口可乐股票。在此期间，巴菲特对可口可乐简单的业务已经熟悉得不能再熟悉了。

巴菲特对华盛顿邮报的熟悉程度一点也不次于可口可乐。因为家庭关系，巴菲特从小就对报纸行业耳濡目染。他的祖父曾在内布拉斯加拥有一家报社并自任编辑。他的祖母在家庭印刷厂负责制版。他的父亲在内布拉斯加大学读书时，也担任过报社的编辑。而巴菲特自己曾经担任过一家报纸的分销管理员。为了加深对报纸行业的了解，1969年，巴菲特先是购买了一家地域性的报社——奥马哈太阳报社。经过几年的经验积累后，巴菲特在1973年开始购买华盛顿邮报公司的股票。

对于分析高科技行业，巴菲特坦言自己并不在行。在1998年伯克希尔公司股东大会上，巴菲特被问及是否考虑过在未来的某个时候投资高科技公司。当时所有投资者都在狂热地追捧高科技股票。但巴菲特的回答却是“自己没有那个意向”。

这也许很不幸，但我的答案的确是“不”。我很崇拜安迪·格鲁夫和比尔·盖茨，但我不会买英特尔或微软的股票。因为，当我看到英特尔和微软时，我不知道10年后这两家公司会是什么样子。我不想玩这种别人拥有优势的游戏。我可以用所有的时间思考未来高科技行业的发展前景，但不会成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最熟悉这类公司的专家，第100位、第1000位、第10000位专家都轮不上我。也许很多人在分析高科技公司时很在行，但我不行。

巴菲特这样说的原因并不是因为他不看好高科技行业的发展前景，而是因为他对这个行业并不熟悉。如果巴菲特对高科技行业的熟悉程度像对可口可乐一样，相信他购买英特尔或微软的股票也会取得同样的成功。但问题的关键是，巴菲特不知道该如何用分析可口可乐的方法来分析微软。这就像是比尔·盖茨不知道怎样用经营微软的方法来经营可口可乐一样。

巴菲特曾说："我确信比尔·盖茨也在应用同样的原理。他理解科技公司的方式与我理解可口可乐公司与吉列公司的方式是一样的。我相信他也会在投资中寻找一个安全边际。所以我们的原理对于任何高科技公司都是有效的，只不过我不是能够把原理应用到这些高科技公司的人而已。如果我们在自己的优势圈里找不到能够做好的事，我们将会选择等待，而不是扩大我们的优势圈。"

对于不熟悉高科技行业一事，巴菲特并没有感到任何沮丧。事实上，巴菲特熟悉的行业仅仅是有限的几个，对于市场上的多数行业，他并不比普通投资者更了解。巴菲特的成功之处在于，他能够清楚地知道自己的能力范围，并且将所有操作都集中在这个能力范围内。

因为巴菲特只选择在自己了解范围内的公司，所以他对自己投资过的公司一直有深刻的了解。他建议投资者："仅在你的竞争优势圈内选股。你的成功并不取决于这个竞争优势圈有多大，而是取决于你如何定义形成优势圈的参数。"

2.2.2 熟悉的股票源自生活

有心人不难发现，巴菲特重仓持有的股票基本上都集中在金融、消费品、传媒等日常生活中熟悉的领域，而可口可乐、华盛顿邮报、吉列、富国银行等公司所经营的无不都是每日所见的熟悉产品。

巴菲特很少向外人透露他购买了什么股票，即使对他的儿女们也是如此。巴菲特的女儿苏茜（Susie）曾回忆说，她从来不知道她父亲正在购买什么股票，"他可能问我喜欢吃什么牌子的糖果，或诸如此类的问题，可能三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年之后你就会明白他为什么会问这样一个问题。”但是，苏茜从来没见过她的父亲在房间里走来走去，说些某种股票买得非常合算之类的话。

巴菲特可以从女儿喜欢吃的糖果或者其他生活中的小事上找到准备投资的目标。在这一点上，另一位成功的投资人彼得·林奇也有同样的故事。

作为王牌基金经理，彼得·林奇的工作十分繁忙，但他总能抽出时间来照顾家人。不过即使他陪在家人身边时，也会一直在想着投资的事情。

有一年圣诞节前，彼得·林奇带着妻子卡罗琳和几个女儿去购物中心大采购。彼得·林奇对待家人不像巴菲特那么吝啬，卡罗琳和女儿们可以开心购物，毫无顾忌地刷卡消费。不过，致力于创造财富的林奇此行另有“目的”。他在传记中说：“其实对我而言，更大程度上是专门进行上市公司调研。我的目的是想让她们带我去她们最喜欢的专卖店。根据以往的经验，这表明这家专卖店所属的上市公司业务非常好，是一个绝对可靠的买入信号。”

当别的投资人正襟危坐确定投资策略的时候，彼得·林奇在和家人逛街中挖掘出了“大牛股”。

L'eggs是卡罗琳非常喜欢的袜子品牌。这家公司的产品大受欢迎，业绩自然抢眼。Body Shop则是女儿们一到商场就冲进去购买护肤品的专卖店。而事实证明这家提倡“健康”而非“美丽”的公司成长性更好。

就一种投资策略而言，彼得·林奇认为，到购物中心多逛逛，远远胜过相信证券公司的投资建议。

巴菲特和彼得·林奇的经验告诉我们，除了那些业务简单、易于了解的上市公司外，我们身边的一些上市公司也是很好的投资标的。即使这些公司的业务稍显复杂，但因为我们经常接触，分析起来也不会有太大困难。我们身边能接触到的上市公司主要包括以下三类。

（1）销售日常用品的上市公司

事实证明，越靠近最终消费者的公司，就越容易获得品牌优势。全美国一半的男式西装衬布是由伯克希尔的纺织厂生产的。但是这家公司就没有什么品牌优势。从没有人会走进裁缝店说，“我要一件灰色的条纹西装，请用伯克希尔的衬布。”

而经营日用消费品的公司就很容易树立品牌优势。当一个人习惯使用吉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

列刀片后，他再去超市的话就只要这一个牌子的。我们逛超市或者去商场购物时，在进门前不妨闭上眼睛先想一下：哪些上市公司的产品是这家超市或者商场中肯定出售的。这样的上市公司就有可能成为很好的投资标的。

在全世界范围内，类似的上市公司包括可口可乐、吉列、箭牌等。对生活在奥马哈的人们来说，喜诗糖果也是商场中不可缺少的产品。如果我们走进一家超市后发现这里连可口可乐都没有，那我们对这家超市的印象肯定会大打折扣。

（2）自己所处行业的上市公司

每个人对自己所处的行业都会比外人了解得更多。我们虽然可能无法像巴菲特一样精通那么多的行业，但总有一个行业是我们精通的。例如医生对医药行业特别熟悉，而记者则会对教育传媒行业有更深的研究。如果您从事软件开发工作，又对自己从事的行业有很深的理解，那么您完全可以寻找机会投资巴菲特所不敢碰的软件行业股票。

（3）自己所处地区的上市公司

对于本地的上市公司，投资者的信息渠道会更多一些。可能这家公司就在您家附近，又或者您的某位朋友就在这家公司上班，因此投资者会了解到一些财务报表或者公告中所没有的信息。如果您能够亲自走访，那么自然就更容易取得第一手的资料，以及更直观的印象。

在上市公司F10资料中，基本都包含着上市公司的办公地址，图2-2显示的就是中国石油的办公地址。

公司名称　:中国石油天然气股份有限公司
英文全称　:Petro China Company Limited
注册地址　:北京市东城区安德路16号洲际大厦
办公地址　:北京市东城区东直门北大街9号
所属地域　:北京

图2-2　中国石油F10资料中的地址

2.2.3　家家都会用到的安琪酵母

安琪酵母是国内每个家庭都十分熟悉的产品，尤其是在北方地区。当我们在家使用安琪酵母发酵食品时，不妨考虑一下这家上市公司的股票。

如图2-3所示，安琪酵母（600298）的股票自2000年8月上市以来，虽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然经历了多次熊市的下跌，但在2006年、2007年和2009年的牛市中大幅上涨，整体的波动趋势是向上的。

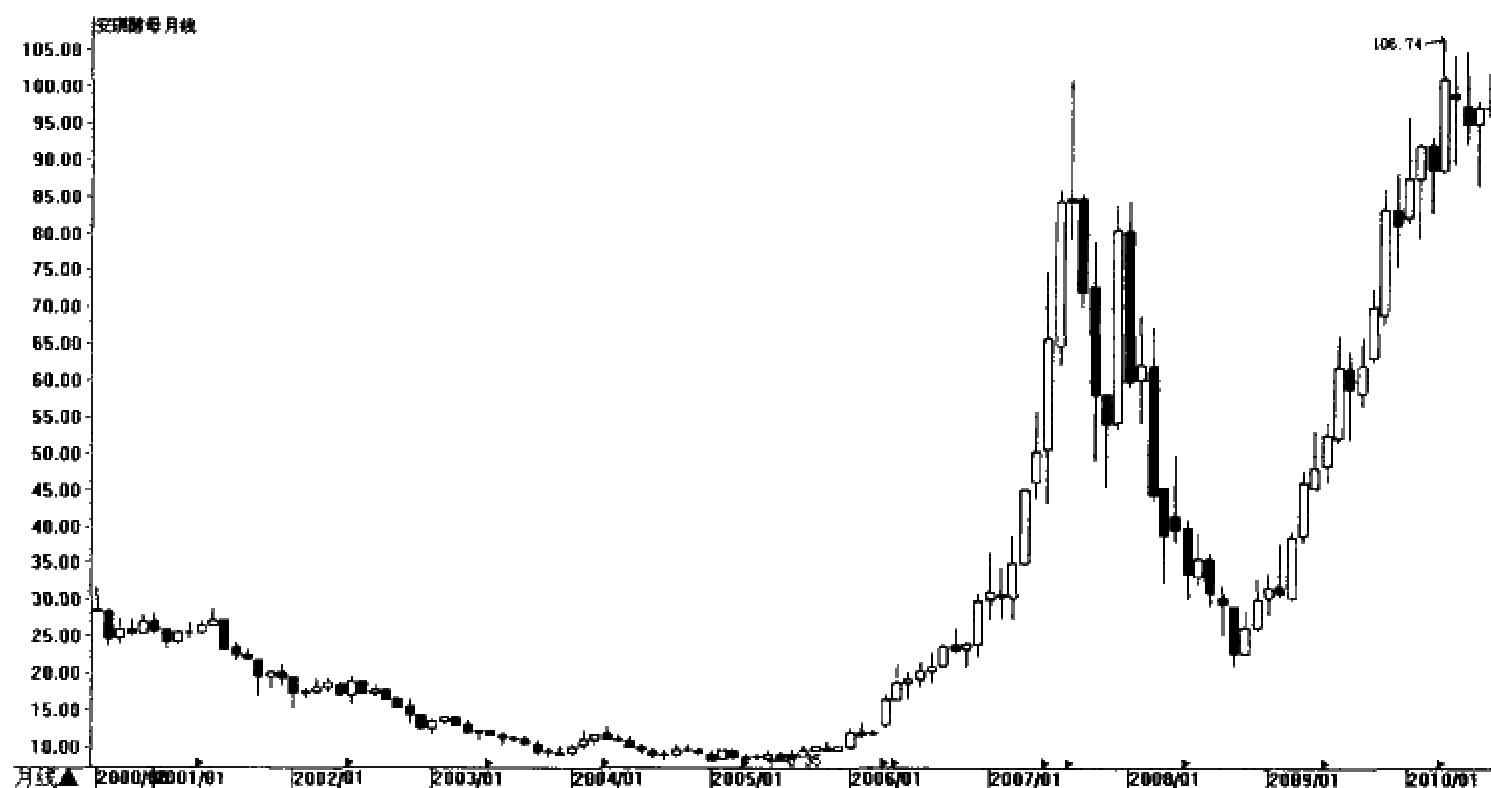


图2-3 安琪酵母月K线（后复权）

与贵州茅台、云南白药等传统品牌不同，安琪酵母是一个新兴品牌。其前身为宜昌食用酵母基地，始建于1986年。经过二十几年的发展，安琪酵母已经在国内的酵母市场上建立了明显的品牌优势，取得了卓越的“经济特许权”。

试想一下，当我们需要去超市买酵母时，大部分人第一个想到的肯定是安琪酵母。如果超市的货架上有安琪酵母和另一种品牌的酵母，那么我们肯定会毫不犹豫地选择安琪酵母，即使它的价格要比后者贵10%或者20%。这就是品牌的“经济特许权”。

此外，安琪酵母的主营业务非常简单而专注。上市10年来，该公司一直致力于酵母的生产加工。根据安琪酵母2009年年报，公司有94%的收入都来自酵母及酵母的深加工产品。

另外对于这种身边的上市公司，很多投资者都有机会深入了解。当我们每次去超市时，可以多加留意公司产品在货架上的摆放数量（摆放数量越多说明产品的销量越大）、生产日期（生产日期越短说明产品销售速度越快，没有压货现象）。此外，我们还可以在货架上明确地看到这家公司销售策略的变化，例如推出新产品，或者降低产品售价等等。

安琪酵母是一个很好的投资标的。只要中国人没有改掉吃发酵食品的习

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惯，安琪酵母就可以一直将同样的产品不断卖给消费者，不用投入额外的研发费用。并且安琪酵母在市场上的垄断优势是其他品牌难以撼动的。即使贵州茅台成立一个酵母事业部，要想撼动安琪酵母在市场上的垄断地位也几乎是不可能的事情。



安琪酵母

酵母是一种单细胞真菌。人们常用它作为添加剂生产食品或饲料。酵母产品可分成食用酵母和饲料酵母。在食用酵母中又包括面包酵母、食品酵母和药用酵母等。我们最常提到的酵母是特指面包酵母，也称酿酒酵母。几千年来，人类一直用这类酵母发酵馒头、面包和酒类。

安琪酵母公司的前身为宜昌食用酵母基地，始建于1986年。公司的酵母生产规模、市场占有率均居于国内同行业乃至亚洲之首，是中国酵母行业的龙头公司。

2.3 不看股价：高价的贵州茅台

2.3.1 股价只是球场上的记分牌

巴菲特坚持用简单的方法投资简单的股票。他的投资方法简单到他连股价都懒得去看。因为股价的短期波动与投资者长期投资是否获利没有太大关系。

（1）不看股价

巴菲特曾做过一个形象的比喻：“投资如同棒球运动，要想让记分牌不断翻滚，你就必须盯着球场而不是记分牌。”

在这个比喻中，记分牌代表的是股票价格，而球场则代表公司的经营。记分牌上显示的只是表面内容，最终的比赛结果是由球场上的情况决定的。同样，短期的股票价格波动只是表象，公司股价长期上涨最终是由公司价值决定的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者要想选择一只能够长期上涨的股票，应该重点考虑的是公司的长期发展前景，而不是股票市场的短期波动。

（2）不预判经济政策

除了股票价格的短期波动外，巴菲特甚至连政府的宏观经济政策也不关心。在他看来，宏观经济形势可能是重要的，但属于难以搞明白的问题。他说："你最需要做到的应该是搞清楚那些重要的，并且是可以搞懂的东西。对那些既不重要，又难以搞懂的东西，你忘了它们就对了。"

可口可乐、箭牌或吉列公司的生意是简单的，可以搞清楚的。以此为根据，巴菲特购买了这些公司的股票。但是"我们（巴菲特和他的团队）从未根据对宏观经济的感觉来买或者不买任何一家公司的股票。我们根本就不读那些预判经济数据的文章，因为那些预判真的是无关痛痒。"（摘自巴菲特在佛罗里达大学的演讲。）

1972年，巴菲特的公司买下了喜诗糖果公司。那之后不久政府就实行了价格管制。但这丝毫没有影响到喜诗糖果公司长期的发展前景。如果巴菲特因为提前"预判"到价格管制而没有购买喜诗，那么用他的原话来说就是："我们将错过以2500万买下一个如今每年税前利润6000万的公司。"

巴菲特从来不会因为那些自己不精通的宏观政策的预判，而错过购买好公司的机会。在各大财经媒体上，经济学家总会对宏观经济因素和政府政策进行评论和预判。但是在巴菲特看来，这些行为都是毫无意义的。

巴菲特曾说："假设格林斯潘（Alan Greenspan，前美联储主席）在我一边，罗伯特·鲁宾（Robert Rubin，前美国财政部长）在我另一边，即使他们都悄悄告诉我未来12个月他们的每一步举措，我也是无动于衷的。而且这也不会对我购买Executive Jets飞机公司、通用再保险公司，或我做的任何事情有一丝一毫的影响。"

（3）简单的投资之道

不关心股价、不关心宏观经济政策，巴菲特的选股之道非常简单。通过研究巴菲特的理论我们可以发现，巴菲特在选股时根本不需要传统技术分析理论所需的"三高"，即：高等数学、高深理论和高智商。

第一，投资不需要高等数学。巴菲特曾说："在投资这一行，只要懂小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学算术就足够了。”“如果高等数学是必需的，我就得回去送报纸了。我从来没发现在投资中高等数学有什么作用。”

第二，投资不需要高深理论。巴菲特曾说：“要想成功地进行投资，你不需要懂得什么专业投资理论。事实上大家最好对这些东西一无所知。”巴菲特发现学校里讲的许多专业理论往往在实践中是行不通的，错误的知识越多反而越有害。

第三，投资不需要高智商。巴菲特曾说：“投资并非智力竞赛，智商高的人未必能击败智商低的人。”

既然不看股价，不关心宏观经济，那么巴菲特是通过什么方法选股的呢？他的回答是：“格雷厄姆有三个基本的观点，这足以作为你投资智慧的根本。我无法设想除了这些思想观点之外，还会有什么观点能够帮助你进行良好的股票投资。格雷厄姆的这些观点，从现在起至少100年内，都将是理性投资的基石。”

以下就是巴菲特所说的格雷厄姆的三个观点。

1. 你应当把股票看做是公司的许多细小的组成部分
2. 要把市场波动看做你的朋友而不是敌人，投资赢利有时来自对朋友的愚忠而非跟随市场的波动
3. 在《聪明的投资人》的最后一章中，格雷厄姆说出了关于投资的最为重要的词汇：安全边际

2.3.2 股价是不可预测的

同许多技术派的专家一样，巴菲特也痴迷于数学统计。他曾经利用数学统计来赌马，并且痴迷此道。但是经过多年的交易后他发现，很多事情发生的概率是完全没有规律的。股票价格短期的涨跌也是如此。

沃伦·巴菲特小时候和姑姑艾丽丝（Alice）一同住在他祖父家里。艾丽丝是一位高个子女士，一直未婚，她总是想方设法地启发沃伦。

当沃伦上幼儿园的时候，就开始十分痴迷于数学统计。他当时的梦想是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得到一只秒表。这样他就可以精确地用秒来记录时间。艾丽丝满足了他的愿望。当然艾丽丝送给沃伦礼物的同时，也会附加一两个条件。比如让沃伦多吃龙须菜之类的东西，礼物能激发他吃这些东西的动机。无论如何，沃伦最终得到了一只秒表。

之后，沃伦开始玩弹珠赛跑的游戏。他在浴缸里装满水，拾起他的弹珠。每个弹珠都有自己的名字。他把它们放在浴缸后面的水平边缘上，排成一排。然后，他把弹珠扫进水里，同时按下秒表。他们沿着瓷制浴缸的斜面向下滚，发出碰击声，然后击中水面，跳进水中。这些弹珠相互追赶，向浴缸塞子滚去。当第一个弹珠到达目的地时，沃伦就按下秒表，宣布胜利者。他会一遍又一遍地让弹珠赛跑，想要提高它们的成绩。弹珠不会疲倦，秒表也不会出错，还有沃伦，似乎从不会对这种重复游戏感到厌倦。

如果我们玩同样的游戏就会发现，弹珠滚落的速度时快时慢，这与我们的喜好并没有关系。我们可能希望弹珠滚落得越来越快，如果我们运气足够好，在某段时间内的结果可能正如我们所愿。但实际上，弹珠滚落的时间是完全没有规律的。

这与股票价格波动是同样的道理。我们可能希望股价持续上涨，但短期来看股价的波动是毫无规律的。我们的喜好完全无助于股价的涨跌。

对于这一点，《逆向投资策略》一书作者戴维·德瑞曼曾做过专门的研究。戴维·德瑞曼研究了1973年到1996年24年间的美国股市走势，其中包括五个牛市和四个熊市。结果他发现，那些基金公司的证券分析师在任何时候对股市涨跌判断错误的概率都接近50%。具体数据是：他们在牛市中对股市预测的失误率为44.9%，在熊市中的失误率为47.4%。如果按照这样的成功率投资，扣除各种税费后投资者根本赚不到钱。1984年到1991年的8年间，这些分析师预测股价涨跌的平均失误率正好是50%，其中有两年的失误率竟然分别高达57%和65%。

也许有投资者会认为是“个别滥竽充数的证券公司拖累了预测准确率，证券市场上总是有高手存在”。那我们就看一个高手的真实例子。

美国股市上曾经有一位高手叫做伊莱恩·葛莎莉（Elaine Garzarelli）。她本是一个不知名的数学家，业余股票分析师。1987年10月12日，她经过自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己的预测后说："股市崩溃就在眼前"。一周后，"黑色星期一"降临了。

这次神奇的预测使葛莎莉变成了媒体宠儿。而她很聪明地把名声转化为可观的财富。

葛莎莉借此创建了一个投资基金。马上，资金就如潮水般涌入她的基金。不到一年时间她的基金规模就达到了7亿美元。另外，葛莎莉还开始发表投资业务通讯。其订阅者很快就增加到10万人。

在葛莎莉获得大量财富的同时，她的追随者们却不像她这么幸运。1994年，葛莎莉的基金不得不终止运营。原因是这位基金经理的运作业绩实在太过平庸。在成立几年间，这项基金的年平均回报率是4.7%，而同期标准普尔500指数的年平均涨幅为5.8%。

有媒体统计，从1987年到1996年，葛莎莉所做的14次预测（根据《华尔街日报》、《商业周刊》和《纽约时报》的记录）中，只有五次是正确的。也就是说，她的预测成功率是36%。尽管预测不准确，基金运作失败，但直到2000年的网络泡沫时期，葛莎莉还是经常以"知名股票分析师"的身份出现在投资者面前。

葛莎莉可能只是一个特殊的例子，并不能代表所有分析师。但是巴菲特认为，所有分析师对市场短期走势的判断都只是凭自己猜测。其猜测是否正确则要看他们的运气如何。巴菲特的老师格雷厄姆在临去世前几个月曾告诫说："如果说我在华尔街60多年的经验中发现过什么的话，那就是从来没有人能够成功地预测股市变化。"

2.3.3 高价的伯克希尔

如果单以股票分红比例来衡量，巴菲特经营的伯克希尔公司是美国股市上最不值得投资的公司。

因为巴菲特几十年来坚持不分红、不送股、不拆分的原则，伯克希尔公司的股票多年来一直是美国股市历史上最"一毛不拔"的股票，也是最昂贵的股票。2006年10月5日，伯克希尔股价突破10万美元。为了应对这个6位数的股价，众多财经报刊和网站甚至不得不对自己的股票报价栏目进行重新排版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在巴菲特看来，公司的送股和分红完全是闹剧。首先，送股时为了将股本拆分会涉及大量的文书工作。而公司这样做的目的只是吸引那些对毫无意义的拆分感兴趣的投资者。对那些关注公司真正价值的投资者来说，这种把戏丝毫没有吸引力。巴菲特认为自己的公司只需要那些关注公司真正价值的投资者就足够了。所以他对送股、拆分毫无兴趣。

在巴菲特看来，公司分红也很有意思。分红本身来自公司的税后利润，但股东拿到分红时还要交一次所得税。明眼的投资者都能看出分红实际上对股东毫无好处可言。特别是在巴菲特管理的公司中，所有理智的投资者肯定都想把资金留在公司，继续获得每年20%的平均报酬率，而不是为了得到资金去缴纳额外的所得税。

多年来，伯克希尔高不可攀的股价吓退了众多投资者，就连那些久经沙场的投资高手也望而却步。在1988年的某一天，一位看过伯克希尔公司年报并一直跟踪其股票价格的长期投资者发出这样的感慨："这只股票没有什么赚头了。"伯克希尔当时每股的价格是4200美元。但是在几年之后，这个人后悔不已，并且花1.6万美元购买了一股伯克希尔股票。即使这样，如果他能持有到2006年伯克希尔股价突破10万美元时也能获得几倍的收益。

高价的伯克希尔是对巴菲特"不看股价"原则的最好诠释。一只股票只要具备投资价值，就是很好的投资标的。此外我们不应该过分关注股价的高低。例如以X的价格买入一家公司的股票，这只股票内在的投资价值为Y。我们应该关注X是否小于Y，二者的差额是多少，而不应该去纠结于X的值究竟是多少。

根据巴菲特的回忆，在类似的问题上他也曾经犯过错误。那就是他在1988年没有追高买入房利美的股票。

1988年，巴菲特决定以3.5亿到4亿美元之间的总价值，买进大约3000万股房利美（联邦国民住房贷款协会，Federal National Mortgage Association，简称Fannie Mae）。巴菲特的公司之前曾经拥有过这家公司的股份，也对其所处的产业相当了解。另外，巴菲特很清楚房利美的总裁大卫·马克斯韦尔（David Maxwell）有能力处理他所面临的一堆问题，同时进一步使公司发展成为一个金融巨擘。当时的房利美有着广阔的发展前景。巴菲特在购买股票前甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至已经拜访过大卫·马克斯韦尔，确认马克斯韦尔不会因为巴菲特公司持有他们公司的大部分股权而感到任何的不愉快。

当一切条件具备后，巴菲特的公司开始买进房利美的股票。但是收购的过程并不顺利。当巴菲特买入700万股后，房利美股价开始大幅上涨。此时巴菲特无法以计划内的资金买入希望得到的股票数量。失望之余，巴菲特决定放弃——他停止了买入计划。同时因为无望取得控股权，巴菲特又把已经买入的700万股股票全部卖出。

巴菲特自称，因为他的这项错误大概使伯克希尔在1991年的上涨中少赚了14亿美元。

投资者在实际操作过程中经常会出现这种不敢追高的失误。当看好一只股票后，投资者决定跟进买入。但是发现股价已经涨了很多，于是出于“恐高”而不敢追高买入。但之后股价往往继续上涨，投资者也就只能扼腕长叹了。

为了避免这种事情，最简单的办法就是利用巴菲特的“不看股价”原则。无论股价高低，只要股价低于股票的内在价值，并且二者间有足够的安全边际，投资者就可以大胆买入。

2.3.4 高价的贵州茅台

巴菲特掌管的伯克希尔是美国股市的第一高价股。在国内主板市场上，类似的高价股就要数贵州茅台（600519）了。

贵州茅台2001年8月上市，2007年年初股价突破100元。2008年2月，随着中国船舶（600150）股价快速下跌，贵州茅台成为国内A股市场上第一高价股，如图2-4所示。

在贵州茅台成为第一高价股后，山东黄金（600547）的股价也曾经超过贵州茅台。但是因为山东黄金在2008年的熊市中并不抗跌，而且在2008年5月实施了10送10派7.2元的分红方案，股价一举落到100元以下，失去了与贵州茅台比较股价高低的机会。

直到2010年3月，创业板新股神州太岳上市后大幅上涨，贵州茅台才再次失去两市第一高价股的地位。

贵州茅台能够长时间一直保持两市第一高价股的地位有两个原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

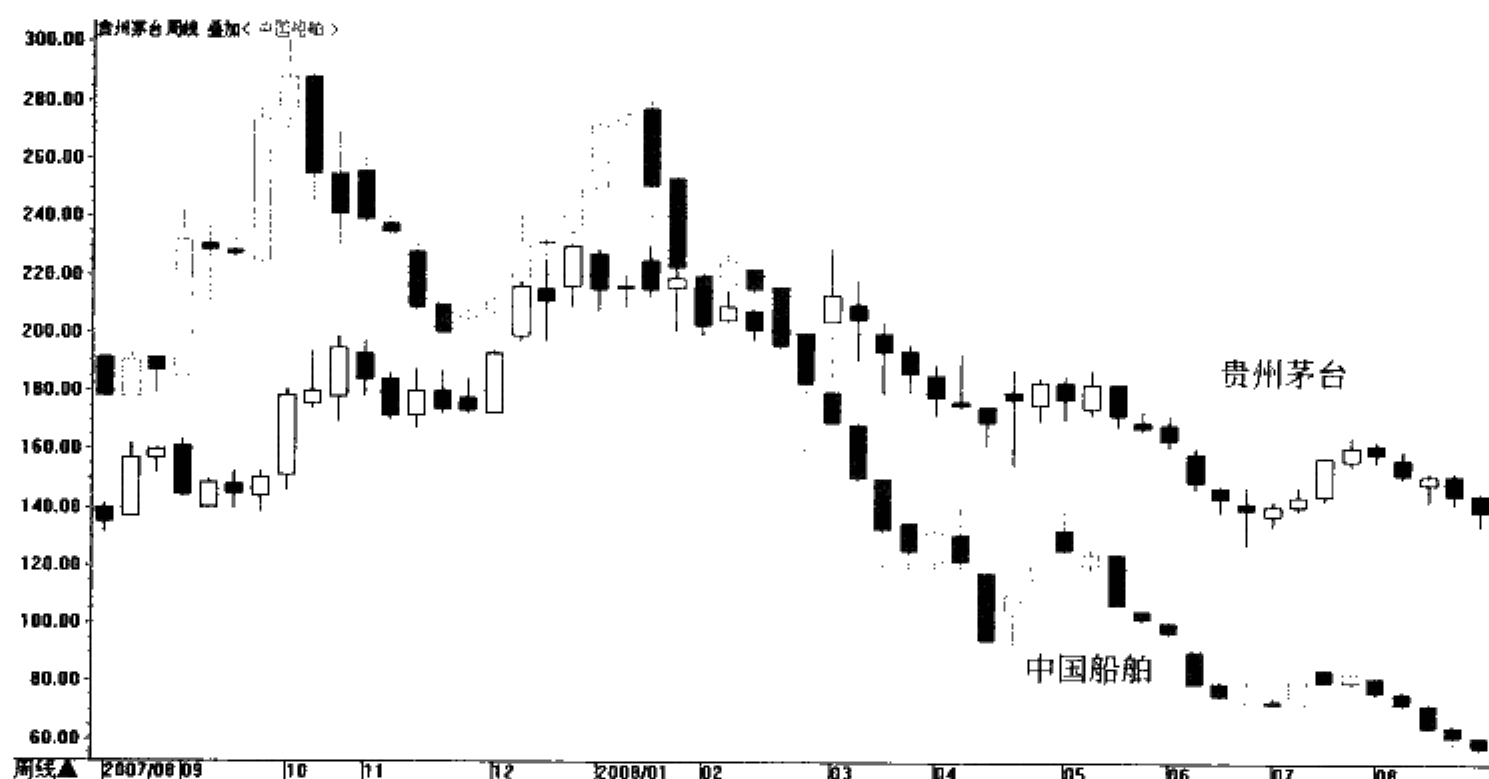


图2-4　贵州茅台周K线（叠加中国船舶）

第一，贵州茅台自2006年股改后，只出现过现金分红政策，而没有大比例送股除权。不过这只是贵州茅台成为高价股的表面原因。

第二，贵州茅台上市后公司业绩持续上涨，业绩增长推动了股价的大幅上涨。这是贵州茅台成为两市第一高价股的根本原因。

在上一章我们已经分析过，贵州茅台自上市后的9年中，业绩一直稳定增长，而公司的总资产和股东权益也逐渐增加（见图1-4）。贵州茅台持续增长的业绩为股东创造了源源不断的利润。从长期来看，这种利润是股价上涨的最终动力。因此即使贵州茅台股价上涨到100元甚至200元以上，投资者仍然可以放心买入这只股票。

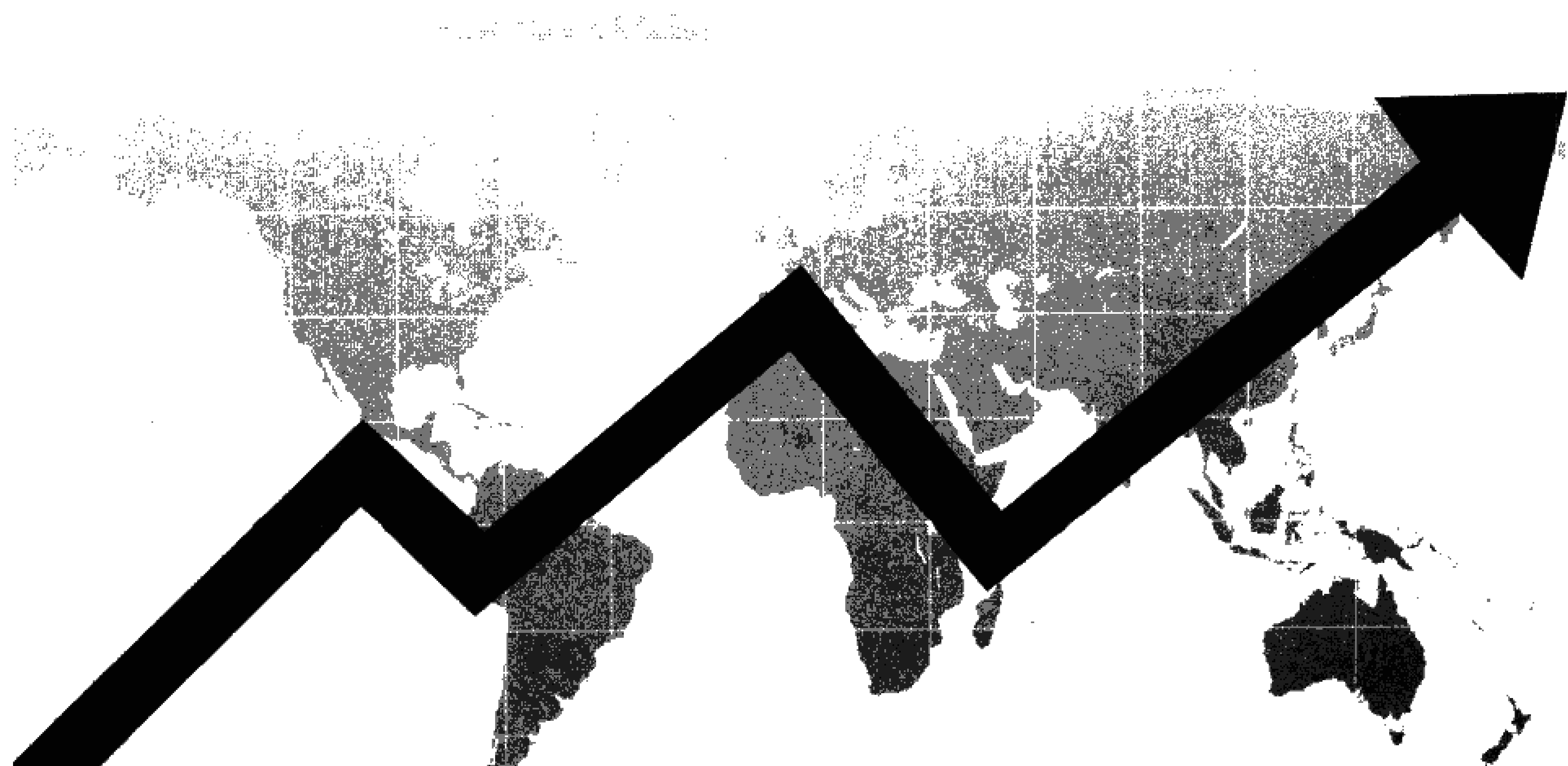
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章 ▸▸▸

巴菲特的选股标准三：坚固的城墙

我最喜欢的公司是这样的：美丽的城堡，周围是一条又深又险的护城河，里面住着一位诚实而高贵的首领。护城河就像一个强大的威慑，使得敌人不敢进攻。首领不断创造财富，但不独占它。

——巴菲特



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.1 消费垄断优势：东阿阿胶的品牌优势

3.1.1 消费垄断公司

（1）消费垄断公司和产品公司

巴菲特把市场上的众多公司分成两大类：消费垄断公司和产品公司。

消费垄断公司是指已经“垄断”了一定消费者群体的公司。这些公司的产品已经有了忠实的消费群体。无论竞争对手的产品怎样改善，都无法阻止消费者购买本公司的产品倾向。巴菲特认为，可口可乐就是世界上最佳消费垄断公司的代表。

与消费垄断公司相对的是产品公司。这类公司生产的是产品而不是品牌。市场上充斥着大量的同类商品和替代品。消费者很难区分这类产品和它们的竞争对手有什么区别。为了争夺市场份额，这类公司只能选择在价格上恶性竞争。市场份额的提升需要以挤压公司的利润空间为代价。在纺织、钢铁、化工化纤、航空运输等行业中，存在着大量的产品类公司。

在巴菲特看来，产品公司利润空间有限，是投资者应该避免的投资品种。与之相比消费垄断公司想要赚钱就简单很多。投资者应该优先选购消费垄断公司的股票。

（2）不同的垄断公司

作为对巴菲特投资思想的补充，投资者应该知道消费垄断公司并不简单地等同于垄断公司。不是所有能垄断一个市场的公司都值得投资。目前市场上的垄断公司可以分为以下几类。

第一类，政策垄断公司。这类公司凭借国家政策的排他性垄断了消费群体。多数情况下，2 ~ 3家公司就可以垄断一个地域甚至全国的整个行业。最典型的例子是水、电、煤气、高速公路行业。

但是这类公司的垄断并不一定能带来收益。政策垄断公司所处的行业多数是关系“国计民生”的重要行业，产品价格并不能随意调整。因此，它们虽然能够垄断一定的消费群体，但赢利能力非常有限。例如在煤价高涨的年份，电力公司的发电成本上升。但因为政策关系，电价不能随便提高，大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

电力公司会面临亏损。

第二类，技术垄断公司。这类公司凭借核心的机密生产技术垄断了消费群体。即使市场上存在大量竞争者，这类公司的产品也是几乎不可被替代的。可口可乐、云南白药就是这类公司的典型代表。可口可乐有“7X”配料，而云南白药有“国家保密配方”。

因为生产技术的排他性，价格监管也比较宽松，这类公司可以凭借核心生产技术轻松赚取利润。因此，这些公司的股票是较好的投资标的。

但技术垄断类公司并不是最好的投资标的。这类公司只是垄断了一类产品。其核心技术一旦被淘汰，公司的竞争优势就不复存在。就像巴菲特说的“在拖拉机问世的时候做一匹马，或在汽车问世的时候做一名铁匠，都不是一件有趣的事。”

第三类，消费垄断公司。这类公司仅凭品牌而不是产品本身就能赢得消费者。消费垄断公司中很多都是由技术垄断公司发展而来的，例如可口可乐、吉列、云南白药。另外一些公司因为产品长期物美价廉，即使没有任何保密技术也可以树立消费垄断效应，如喜诗糖果、沃尔玛、万科、苏宁电器。

与一般的技术垄断类公司相比，消费垄断公司销售的是公司品牌。这就不会受到技术变化的影响。例如，可口可乐在新口味的饮料中可能不添加“7X”配料，云南白药公司的新产品可能不含有“国家保密配方”，万科新开盘的房子在位置、户型和物业方面都会有改变。但这丝毫不会影响消费者对其品牌的信赖。因此，消费垄断公司比技术垄断类公司更具投资价值。

不同垄断效应的区别在服装生产领域会表现得更加明显。假设有一家不知名的皮包生厂商LW某年生产了一款皮包。这款皮包迎合了当时的流行趋势，为公司带来了巨大收益。因此，我们可以将这款皮包的款式看成一种技术垄断。技术垄断虽然为LW公司带来了消费者，但这种状态难以持续。等到流行的风向标改变或者公司皮包的款式被大量仿制时，消费者很快就会抛弃LW公司。

而世界知名品牌LV就不用担心类似的事情发生。100多年来，人们的追求和审美观念不断改变，世界上也有无数品牌仿照其设计思路，但LV一直保持着无与伦比的魅力。这是因为LV已经成为一家消费垄断公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论什么款式的皮包，只要贴上“LV出品”的标签就会迅速成为上流社会新的身份象征。

3.1.2 必不可少的喜诗糖果

在巴菲特眼中，所有消费垄断公司都有一个共同的特点，它们都在生产必不可少的商品。即使市场上有大量替代产品，这些公司的产品依旧是“必不可少”的。巴菲特曾经对这种经营优势给出了浅显的定义：“如果消费者在一家商店买不到某种商品（喜诗、可口可乐、吉列等），他们并不会选择替代品，而是到别家继续寻找。市场上的多数消费者都会如此，而且这种状态在可预见的未来都很难改变。”

喜诗糖果就是这种“必不可少”的产品的典范。喜诗糖果最早创立于美国加州。之后这个糖果作坊逐渐发展成为美国西部最大的巧克力生产公司，并迅速风靡整个美国。

喜诗糖果是在任何节庆时间都必不可少的礼品。如果孩子不能在圣诞节得到喜诗糖果，那他的童年就可以说是有遗憾的。情人节到来时，如果你不能把喜诗糖果交到情人手上，那就难以享受到甜蜜的亲吻。后来，喜诗糖果推出精包装礼盒，马上占领了高端礼品市场。不少国会议员都习惯性地以喜诗糖果礼盒馈赠亲友，就连国会也经常以喜诗糖果作为官方馈赠礼品。

巴菲特拥有一张正准备登机的里根总统和夫人南希的照片。照片上南希的腋下夹着一大盒喜诗糖果。巴菲特对这张照片得意极了。他说：“当年喜诗即将破产的时候，我就试想，有一天它的产品完全可能是一种高贵的食品和礼品。”

巴菲特拥有喜诗已经快40年了。1972年，巴菲特通过伯克希尔旗下蓝筹印花公司以2500万美元收购喜诗。当时，美国经济受到越战的拖累而持续衰退。很多实力强大的公司都已经宣告破产。喜诗和全国很多公司一样，面临极大困难，前途未卜。公司净资产价值仅有700万美元。当时公司管理者甚至已经做好了破产的准备。他们不得不承认整个国家的经济形势在短期内难以扭转，喜诗的前途一片迷茫，股价随时可能继续跳水。

巴菲特收购喜诗公司，并不是天真地以为股价在短期内能大幅上涨。相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反，他很清楚喜诗公司绝对不会在几年内就恢复元气。这需要长时间的持续投资和耐心等待。但是，巴菲特相信品牌效应。喜诗已经垄断了大量消费者，形成消费垄断效应。这个品牌迟早会给公司带来巨大收益。当经济危机结束，人们重新开始购买糖果时，喜诗会再次成为消费者的首选。

在买下喜诗十几年后，当美国经济再次陷入危机时，巴菲特运用同样的思维方式买入了另一家卓越的公司——可口可乐。投资者可以发现，喜诗糖果公司和可口可乐公司有很多相似之处。二者都是美国最著名的公司，垄断了数量可观的消费群体。最重要的是，喜诗糖果和可口可乐都是人们生活中必不可少的商品。

巴菲特曾经对伯克希尔公司的同事们说："如果当初我们没有买下喜诗，以后就不会买可口可乐。我们要感谢喜诗为我们带来了120亿美元的巨大财富。更重要的是，我们要感谢它教会了我们正确投资的方法。"

在投资喜诗糖果公司的经历中，巴菲特有十分深刻的体会。对于投资者来说，公司的股价明天是否上涨并不重要。他反复告诫投资者，期待股价明天就上涨是一种不切实际的理想，是最愚蠢的行为。这种心态会导致投资者的重大失误。在危机中，对投资者来说重要的是坚信美国经济迟早会好转。只要公司的产品对消费者来说是必不可少的，一旦经济好转，这家公司也必然会再次焕发青春。

3.1.3 以更高的价格挤掉竞争对手

消费垄断公司都在生产必不可少的商品。但"必不可少"只是一个抽象的概念。投资者如何能准确衡量一家公司的产品是否"必不可少"呢？巴菲特曾经给出一个明确的答案。

我在要选择一家公司之前，常常先这么问自己：如果给我几十亿美元，并配备全国最优秀的经理人，那我能成功挤掉这家公司的市场份额吗？如果不能，说明这家公司还可以。

在此基础上，我会再问下一个问题：如果给我几十亿美元，配备全国最优秀的经理人，而且我可以"赔本赚吆喝"，那我能成功挤掉这家公司的市场份额吗？如果答案还是不能，说明这是一家十分优秀的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特这段话有一个关键词是“赔本赚吆喝”。这是一般优秀公司和特别优秀公司的区别所在。所谓消费垄断公司，就是那些可以以更高售价卖出更多商品的公司。这些公司可以轻易提高价格而不会影响到自己的市场占有率。在巴菲特眼中，喜诗糖果公司无疑是这种消费垄断公司的典型代表。

1993年，巴菲特在哥伦比亚商学院演讲时谈到了他的喜诗糖果公司。“我们了解这家糖果店在顾客心目中的重要地位。这种地位使我们可以适当抬高售价。我认为每磅糖果的价格可以再调高20美分。这不会对销量有太大影响。”

“1972年，每磅喜诗糖果的利润为12美分，现在每磅的利润已经增加到88美分。1991年，美国人吃掉2600万磅的喜诗产品。从1972年到1991年，喜诗的营业额从2900万美元增长到近2亿美元。喜诗1997年的利润为3500万美元，这都得归功于品牌与品质的效应。”

买入喜诗后，巴菲特又将同样的投资理念应用在其他股票投资中，同样取得了巨大成功。这些股票的典型代表就是可口可乐和迪士尼。作为自己成功投资的依据，巴菲特曾经在不同场合讲到过这两家公司产品的销售情况。

可口可乐虽然有著名的“7X”配料，但是经过沃尔玛的调查发现，很少有人能真正从口味上分辨出哪一杯汽水是可口可乐，哪一杯是百事可乐、哪一杯又是一些不知名的可乐。基于这个结果，沃尔玛推出了自制的Sam's Choice可乐。尽管有95%的消费者无法从口味上分辨出可口可乐、百事可乐和Sam's Choice可乐，尽管Sam's Choice可乐占据了超市中最显眼的位置，尽管Sam's Choice可乐的售价只有可口可乐和百事可乐的一半，但经过一段时间的销售后沃尔玛发现：他们的Sam's Choice可乐只能抢占另外一些不知名可乐的市场份额，完全无法改变可口可乐和百事可乐的市场占有率。

可口可乐是典型的消费垄断类公司。可口可乐仅仅凭借自己的品牌就可以在沃尔玛的卖场中打败更加廉价的沃尔玛自制可乐。这就是对其品牌优势的最好验证。可口可乐的这种品牌优势已经持续了100年，在消费者心中代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代相传。在可预见的未来，可口可乐的这种优势还将持续下去。

沃尔特·迪士尼公司也是一个典型的例子。当一位母亲走进音像店给自己的小女儿选购卡通电影时，她会毫不犹豫地选择迪士尼的产品。即使迪士尼的产品要比其他公司的产品贵20%也是如此。这位母亲不可能把所有的电影都亲自去看一遍。但是她知道，小时候自己的父母就是给自己购买迪士尼的电影。而且那部电影她小时候看了20遍。再过几十年，当她的小女儿长大后，也会给自己的孩子购买同样的电影。迪士尼公司的消费垄断优势就这样在消费者间代代相传。这就是一家消费垄断公司对消费者的垄断力量。

巴菲特曾经将迪士尼公司的垄断优势比喻成童话中的城堡：美丽的城堡，周围是一条又深又险的护城河，里面住着一位诚实而高贵的首领。护城河就像一个强大的威慑，使得敌人不敢进攻。首领不断创造财富，但不独占它。

3.1.4 东阿阿胶的消费垄断优势

《本草纲目》记载："阿胶，本经上品，弘景曰：'出东阿，故名阿胶。'"意思是说：阿胶，在《神农本草经》中被列为上品药材。南北朝时期的著名医师陶弘景，对阿胶的养生功效极为推崇。在他的《名医别录》中曾说过："阿胶，出东阿，故名阿胶。"

从这段叙述中可以看出，东阿阿胶有着悠久的历史。

经过多年发展，东阿阿胶已经控制了全国近90%的驴皮原材料，市场份额达到75%。而在稳定市场占有率的基础上，东阿阿胶的售价却大幅上涨。2005年东阿阿胶的平均出厂价约135元/千克，2010年上涨到596元/千克。2011年，东阿阿胶计划继续提价60%，售价接近1000元/千克。

如果深入分析我们可以发现，东阿阿胶具备消费垄断公司的典型特点：第一，公司产品在消费者心目中是必不可少的。第二，这种"必不可少"的地位体现在，公司具有产品提价权。

东阿阿胶在消费者心中"必不可少"的地位在75%的市场占有率方面就可见一斑。另外细心的投资者可以注意，东阿阿胶称自己占有全国90%的驴皮原料，但市场份额只有75%。这说明市场上除东阿阿胶外，很多小规模阿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胶生厂商都在以假乱真、以次充好。整个阿胶行业的秩序十分混乱。反观东阿阿胶，坚持以100%优质驴皮为原料。消费者如果要想购买正品阿胶，东阿阿胶是首选。

另外一个现象也值得投资者注意，北京同仁堂也出产阿胶。作为百年老店，同仁堂的制胶历史悠久，选料上乘。同仁堂阿胶在名气、品质和销售渠道上都不弱于东阿阿胶。但实际情况是：同仁堂阿胶的销售价格比东阿阿胶低很多，但仍然无法改变东阿阿胶的市场垄断地位。

有人说东阿阿胶强于同仁堂是因为东阿县的水质特殊。这可能是原因之一，但并不是主要原因。按照巴菲特的理论，东阿阿胶的优势体现在其消费垄断优势。在众多消费者心中，东阿阿胶几乎就是阿胶的代名词。这与可口可乐击败沃尔玛自制的Sam's Choice可乐是一个道理。对于多数消费者来说，可口可乐就是可乐的代名词。

当然，我们不能因为同仁堂阿胶销量比不上东阿阿胶就质疑整个同仁堂的品质。任何公司只能在特定的领域取得消费垄断效应。如果东阿阿胶公司研制六味地黄丸，即使质量上乘，也不可能挤占同仁堂的市场。可口可乐如果进军超市连锁行业，也不可能对沃尔玛构成威胁。

正是得益于这种消费垄断优势，东阿阿胶具备了很强的赢利能力。其每年的主营业务利润率保持在50%左右。这个数据甚至高于片仔癀和云南白药同期的表现，如图3-1所示。

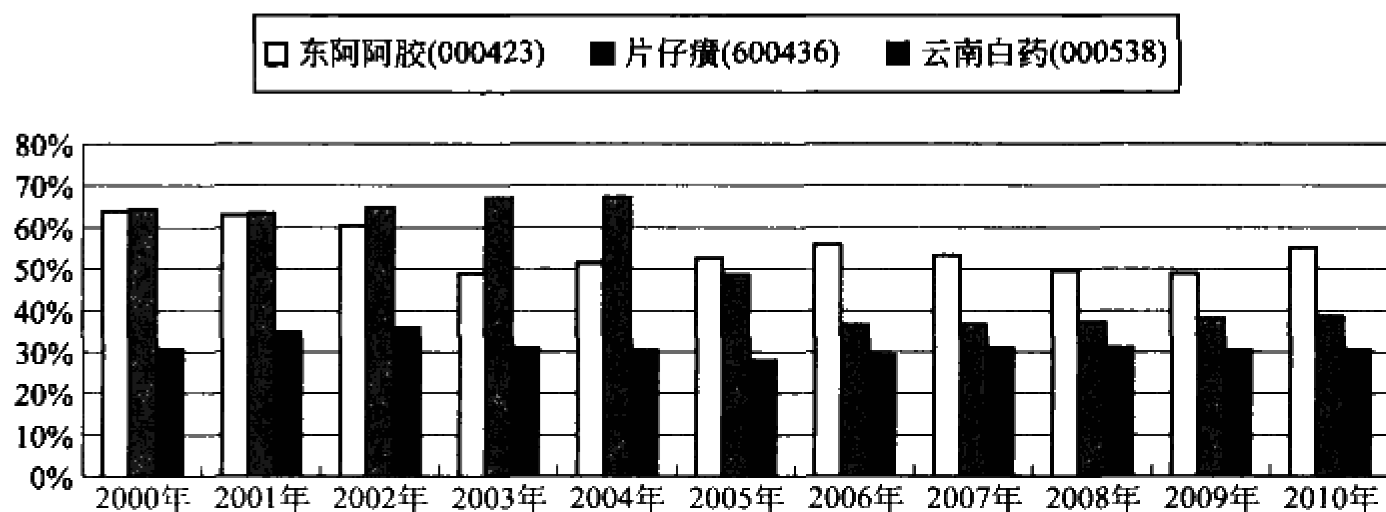


图3-1　东阿阿胶与云南白药、片仔癀主营业务利润率比较

在消费垄断优势的保障下，东阿阿胶取得了优秀的业绩。得益于这种业绩，东阿阿胶上市后其股价持续上涨，如图3-2所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

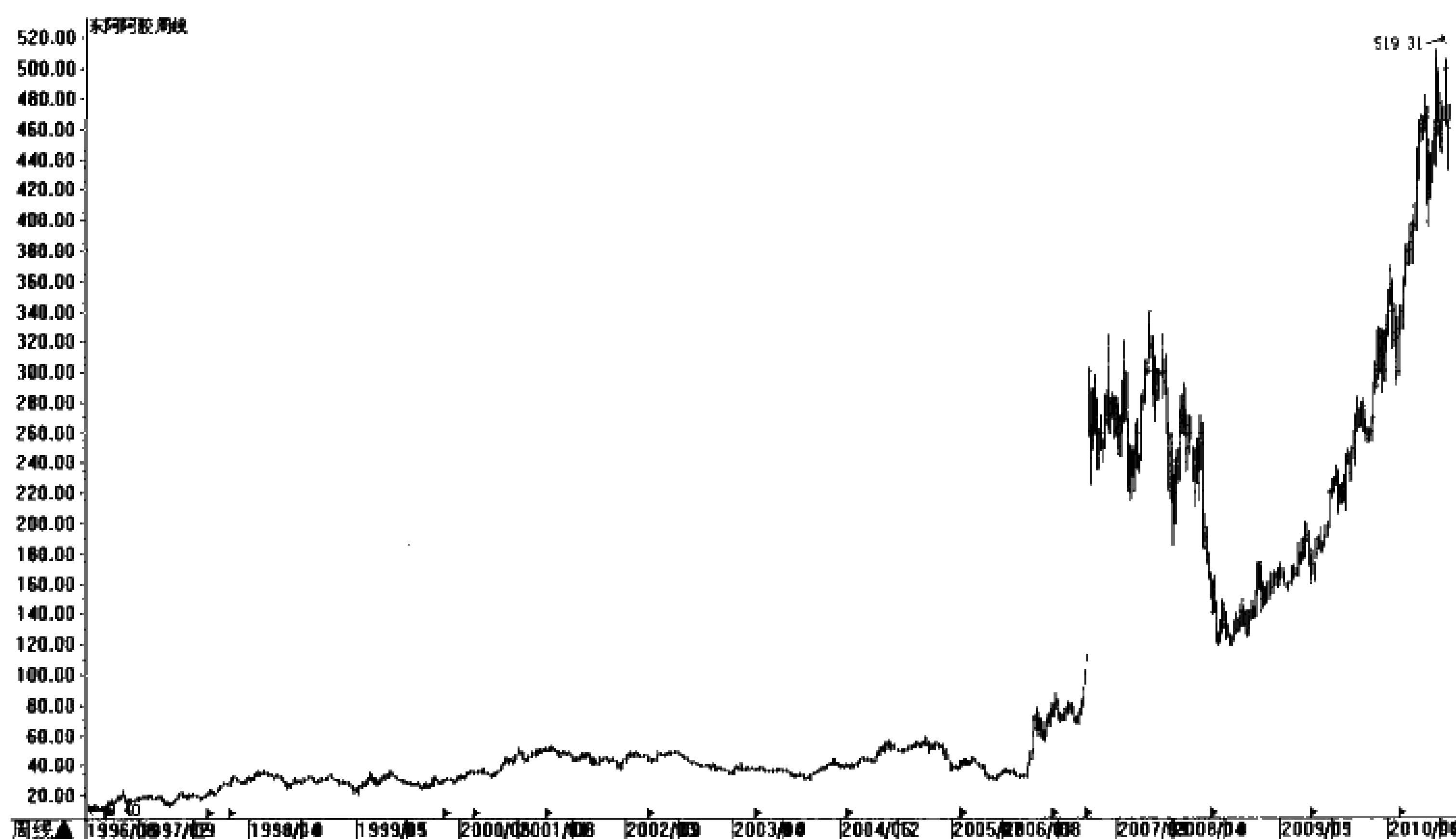


图3-2　东阿阿胶周K线（后复权）



东阿阿胶

阿胶原产于山东东阿县，与人参、鹿茸一起被誉为“中药三宝”，是“补血圣药，滋补上品”。

山东东阿阿胶股份有限公司前身为山东东阿阿胶厂，1952年建厂，1993年由国有公司改制为股份制公司。1996年7月29日，“东阿阿胶”A股股票在深交所挂牌上市。

2008年年底，东阿阿胶制作技艺被国务院列入国家首批非物质文化遗产扩展项目名录。东阿阿胶成为“滋补国宝”。

3.2　收取“过桥费”的公司：天威视讯

3.2.1　要垄断也要易消耗

一家公司要想成为卓越的公司，除了需要拥有消费垄断优势外，其生产的产品必须是易耗品。巴菲特将消费垄断公司销售易耗品的过程比喻成收取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"过桥费"。

所有学习巴菲特思想的投资者都必须仔细了解"过桥费"的概念。当一家公司的商品具备消费垄断优势时，可以轻松占据几乎整个市场。但如果想让这种消费垄断优势转化成真正的利润，这家公司的商品必须被大量需求。而为了获得最大的需求量，最简单的办法就是缩短产品寿命，让它变成一种易耗品。这样消费者就需要不断地购买同一种商品。

收取"过桥费"是巴菲特对销售易耗品的形象比喻。我们可以想象，河的两岸住了很多人，他们需要相互往来。现在河上只有一座桥，而公司就把收费站放在这座桥上。每辆车过桥的时间并不长，但不得不付出过桥费。最重要的是有人每天都要过桥，他必须日复一日地缴纳这种费用。

吉列销售的就是典型的"过桥费"产品。剃须刀刀片每隔一段时间就需要更换。消费者不得不重复购买刀片。这会为吉列带来源源不断的利润。

金·吉列（King C. Gillette）于1895年发明了一次性剃须刀片。巴菲特将其称为"一个划时代的商业发明"。且不论这个发明在多大程度上提高了消费者的剃须感受，对于吉列来说，一次性剃须刀片就意味着消费者需要不断地更换自己的刀片。他们对吉列产品的消费支出会不断增加。吉列自然可以从中获得不菲的收益。

巴菲特曾说："每当我在晚上入睡之前，想到明天早晨全世界会有25亿男人不得不刮胡子，我的心头就一阵狂喜。"我们可以进一步推测巴菲特的潜台词："每当我在晚上入睡之前，想到明天早晨全世界会有25亿男人不得不刮胡子，而他们的剃须刀刀片又需要不断更换的时候，我的心头就一阵狂喜。"恐怕剃须刀销售带来的"过桥费"式利润才是巴菲特真正关心的问题。

不仅是吉列，如果我们仔细观察，可以发现几乎所有巴菲特的重仓股都在赚取"过桥费"式的利润。可口可乐、箭牌口香糖无疑都是一次性消费品，《华盛顿邮报》是每天必须消费一份的报纸，而美国运通卡则是每次刷卡都要付费。

而另外一些公司，虽然也具备消费垄断优势，但它销售的商品使用周期过长。这就不是很好的现象。台湾大同就是这样的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台湾大同是台湾省第一个电饭锅品牌。从1960年开始销售至今，大同电饭锅已经卖出1300万个，全台湾的家庭也不过650万户。所以在台湾，几乎每个家庭都至少拥有一个大同电饭锅。大同占据台湾电饭锅市场份额的90%以上。

按照上述理论，这绝对是一家优秀的消费垄断公司。但是对投资者来说，这家公司的投资价值十分有限。其中一个主要原因是：这种电饭锅的质量过于优秀。

按照一位大同维修人员的统计，每个维修电饭锅的消费者，其使用时间平均是15年。最长的可以达到40年。通过这种超长的使用寿命，大同虽然赢得了市场占有率，却输掉了产品持续销售的能力。相较于笔记本电脑在台湾市场上一年千万台的销量，大同50年才卖出1300万台。这样的业绩无论如何也不能算作优秀。

大同电饭锅和吉列剃须刀的区别，就在于“过桥费”的多少。如果将公司销售利润算作“过桥费”，一个家庭可能几十年只用一个大同电饭锅，也就是只过一次“大同桥”。但只要这个家庭有成年男士，就必须定期更换剃须刀片，也就是不断地通过“吉列桥”。因此，虽然同是消费垄断公司，吉列公司的赢利能力要大大超过大同公司。

3.2.2 不同类型的“过桥费”

巴菲特认为，投资者购买股票应当优先考虑那些可以收取“过桥费”的公司。他投资的吉列、可口可乐、箭牌、华盛顿邮报、运通公司等都是通过收取“过桥费”来赢利。仔细观察之后我们可以发现，这些公司销售的产品有很大区别。那么收取“过桥费”的公司有什么共性？投资者又如何分辨这样的公司呢？

巴菲特认为，这类公司通常可以分为三类。每一类都有自己的特点。

（1）公司生产日用品，但产品很不耐用

这类产品每个家庭都会用到，但很不耐用，需要定期更换。于是就给生产公司带来了巨大的市场。拥有了这个巨大的市场，只要公司产品能保持消费垄断优势，就可以获得源源不断的利润。

前文中讲到的吉列公司就是典型的例子。另外可口可乐也属于这类公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司。世界上有大量家庭会日复一日地消耗可口可乐。而可口可乐的消费垄断优势是无可替代的。这就使可口可乐无论在销量还是业绩上都得到了保证。

为了分辨这类公司，最简单的办法是观察超市里每种商品的摆放数量。为了满足消费者的不同需要，超市里不同商品在货架上的摆放数量会有所不同。一些不易消耗的物品需求量小，货架上摆放的也少。而那些消耗很快的日用品，每个超市都会大量囤积。例如，在一家正常规模的沃尔玛超市中，某品牌电饭锅的数量可能不会超过十个。而吉列刀片会有上百个摆放在货架上。可口可乐的数量则需要以千瓶来计数。

（2）电视台、报纸、网站等媒体公司

在巴菲特眼中，电视台、报纸、网站等媒体公司也是典型的收取“过桥费”的公司。与销售日用品的公司不同，这类媒体公司同时向两类顾客收取“过桥费”。

一类客户是生产商，他们要向媒体缴纳广告费。从这个角度考虑，媒体公司比制造业公司更像是一座桥。桥的一边是生产商，另一边是消费者。生产商只有通过媒体广告，才能拉近它们与消费者之间的距离。这种需求是源源不断的。生产商要日复一日地向媒体公司缴纳广告费。

另一类客户是消费者。消费者会日复一日地购买报纸，观看收费电视频道，交费成为网站会员。这形成了一个对媒体公司十分有利的现象：消费者的浏览可以给它们带来更多的广告收益，而这种浏览本身可能也是付费的。巴菲特曾经将闹市区的报刊售卖机比做一个收费站：每个路过的行人都要掏钱购买一份报纸。

水牛城晚报公司就是这样的例子。巴菲特在1977年买入这家公司。最初因为市场竞争激烈，这家公司的业绩并不理想。直到1982年，竞争对手《水牛城快报》停刊，这家公司开始发挥出收取“过桥费”的优势。根据1991年新闻公司杂志的报道，该报的资产报酬率高达惊人的91.2%。也就是100美元的净资产在这家公司一年就创造了91.2美元的纯利润。

（3）公司提供重复性消费服务

服务和商品一样可以被销售。销售服务的公司同样也可以获得收取“过桥费”的机会。巴菲特对服务公司的重视程度甚至超过商品公司。他购买了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量服务类公司的股票，包括信用卡服务公司、杀虫服务公司、专业清洁公司、除草服务公司等。

巴菲特投资服务类公司最典型的例子是美国运通公司。这家公司的主要业务是向消费者提供信用卡、旅行支票、旅游、财务规划等服务。以信用卡为例，消费者每次刷卡消费，运通公司都会向商家收取一定的刷卡费用。这是典型的“过桥费”式赢利。消费者刷卡不用自己付费，因此他们会不断地使用信用卡消费，而运通公司就在其中赚取源源不断的利润。

运通公司信用卡业务的另一个利润来自消费者。信用卡的持有者每年都要向运通公司缴纳年费。如果他们还款不及时，还要缴纳额外的贷款利息和罚金。这是另一种形式的“过桥费”。

3.2.3 唯一的桥梁

按照巴菲特的观点，消费垄断加“过桥费”式的赢利模式才能获得超额利润。像大同电饭锅一样，只能对市场形成消费垄断，但没有“过桥费”式赢利模式的公司，难以取得超额利润。那反过来设想一下，一家公司拥有“过桥费”式的赢利模式，但并不能形成消费垄断。那这家公司还值得投资吗？答案也是否定的。

以桥梁作为例子。如果一座桥梁是连接两岸的唯一通道，那人们为了到达对岸不得不经过这个桥梁。桥梁的所有者可以轻松赚取过桥费。甚至他可以不断地将过桥费抬高。这不会对客流造成太大影响。当然，可能还会有其他过河方式，比如轮渡、航空等等。但那些方式都没有桥梁便捷。只要过桥费价格不是高得离谱，多数人还是会选择重复地缴纳过桥费。

吉列就拥有这种唯一的通道。消费者要想获得舒适的剃须感受，就不得不定期更换刀片，而他们的首选就是吉列。市场上可能有其他竞争品牌。但吉列的垄断优势是无法替代的。只要吉列的价格不比其他产品高出太多，它就必然是多数消费者的首选。

与吉列的例子不同，如果有两座桥梁都能连接两岸，那这两座桥的赢利都会十分平庸。任何一座桥梁提价都意味着它会失去大量过桥者。失去了消费垄断优势，即使消费者能重复地缴纳“过桥费”也不会带来太多利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特投资的水牛城晚报就是很好的例子。一般来说，在一个大小适中的城市里，都会有自己的报纸。当只有一家报社时，就会形成消费垄断优势。这时报社可以轻松赚取超额利润。因为大小商家只能通过这唯一的“桥梁”把广告传递给消费者，而消费者也只能通过这唯一的桥梁获取信息。如果有两家报社，情况就不那么乐观了。它们之间会恶性竞争，甚至爆发价格战。这种情况下，“1÷2”要小于0.5。

1977年，巴菲特花费3250万美元买下了水牛城晚报公司。当时水牛城有两份报纸：《水牛城新闻报》和《水牛城快报》。《水牛城新闻报》由水牛城晚报公司出版，而《水牛城快报》则由另一家公司出版。二者是竞争对手。

严格来说，巴菲特购买水牛城晚报是一次失败的交易。他最初认为，只要水牛城晚报能改进自己的发行方式，例如推出周末版，就可以轻松挤掉竞争对手，独占市场。事实证明他是错误的。巴菲特入主水牛城晚报后按照自己的想法进行改革，最初也取得了一定效果。但是他的策略很快被竞争对手抄袭，最终水牛城的报业市场上继续着两强竞争的局面。

这就是同一条河上有两座桥梁的局面。两家报社相互竞争，即使亏损也不愿让竞争对手获得更多市场份额。从1977年到1982年，《水牛城新闻报》总共亏损了1200万美元。当然《水牛城快报》的业绩也好不到哪去。

直到1982年，事情才有了改观。由于种种原因，《水牛城快报》在这一年停刊了，巴菲特终于得到了梦寐以求的消费垄断优势。此后，《水牛城新闻报》一度成为全美最赚钱的报纸。

如果一条河上只有一座桥梁，那么所有者靠收取“过桥费”可以赚取大量利润。如果再有一座桥梁，其收益率马上会降到一般水平。如果这两座桥梁陷入恶性竞争，那它们的赢利能力就会十分有限，甚至可能亏损。

3.2.4 天威视讯的“过桥费”

天威视讯是深圳广播电影电视集团控股经营的股份制公司，也是我国第一家建设、经营有线电视网络的股份制公司。截至2010年6月30日，天威视讯有线数字电视用户终端数为109万个，其中高清用户终端数为12万个。

通过巴菲特的消费垄断理论和“过桥费”理论我们可以发现，天威视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讯就是一家既具备“过桥费”式的赢利模式，也具备消费垄断优势的上市公司。

首先，消费垄断优势。在深圳，没有人不知道天威视讯。天威视讯在深圳有线电视市场的地位，就像是移动、联通和网通加起来在全国移动电话市场的地位一样。一个深圳家庭除非不用有线电视网络，否则就一定要向天威视讯付费。天威视讯在深圳有线电视市场拥有绝对的消费垄断优势。

其次，“过桥费”式的赢利模式。天威视讯的网络覆盖了几乎整个深圳。几乎每个深圳家庭都要按年缴纳有线电视费。这样的赢利模式会为天威视讯带来源源不断的利润。

如表3-1所示，天威视讯可以保持0.25 ~ 0.3元的每股收益，30%以上的销售毛利率。虽然因为深圳市有线电视市场趋于饱和，天威视讯过去几年间的赢利水平并没有增加。但这种情况在2010年后将有所改善。

表3-1　天威视讯每股收益和销售毛利率

年份	每股收益	销售毛利率
2005年	0.34元/股	39.79%
2006年	0.33元/股	35.4%
2007年	0.36元/股	33.26%
2008年	0.32元/股	31.79%
2009年	0.29元/股	33.28%
2010年	0.32元/股	32.96%

2010年7月，深圳市成为全国第一批三网融合试点城市之一。根据深圳三网融合试点启动规划，到2012年三网融合试点结束，预计整个深圳地区有线数字用户将达到300万，高清数字用户达到180万。一旦这个目标达成，深圳天威的用户总规模将扩大3倍，其中收费较高的高清用户比例将大大增加。这个项目在短期内可能会消耗一定的基础建设成本，但长期来看将对公司的业绩增长产生积极的作用。

如图3-3所示，天威视讯在2008年5月上市。公司股票上市后随大盘一路下跌。2008年年底，股价开始见底反弹，进入持续上涨的通道。虽然公司股价在2010年5月至6月大幅回调，但这没有改变其长期上涨趋势。特别是到了2010年7月，深圳市被列入全国第一批三网融合试点城市后，天威视讯的股价开始快速上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图3-3 天威视讯日K线（后复权）



天威视讯

深圳市天威视讯股份有限公司（简称：天威视讯）是深圳广播电影电视集团控股经营的股份制公司，注册资本2亿元。天威视讯是我国第一家建设、经营有线电视网络的股份制公司。作为深圳信息产业的主要力量之一，天威视讯主要负责深圳地区有线广播电视网络建设、开发、经营和管理，及有线电视节目的收转和传送。天威视讯以传输视频信息和开展网上多功能服务为主业，并向产业链的上下游渗透，形成了多业务并举的产业化发展模式。

3.3 给城墙合理估价：瑞贝卡

3.3.1 买黄金也要看价格

巴菲特认为，一家公司如果拥有消费垄断优势，并且能够收取“过桥费”，就可以算是优秀的公司。但并不是所有优秀公司都值得投资。投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要买入优秀公司的股票，也要选择一个合理的价格。

国内著名私募基金经理李驰也信奉价值投资理念。他曾比喻说："选股要选好公司，但不是所有优秀公司都值得投资。因为好公司即使是黄金，也不应用比黄金贵的价钱来买。"

格雷厄姆将公司实际价值高于其市场价格的部分称为安全边际。他认为：投资者应该选择拥有安全边际的公司买入。巴菲特将这一理论进一步阐述为：选择拥有安全边际的优秀公司买入。他在1992年致股东的信中指出："安全边际是成功投资的基石。我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这种'安全边际'原则是成功的基石。本杰明·格雷厄姆尤其强调这一点。"

安全边际是巴菲特价值投资理论的重要原则。只有股票的价格低于其实际价值时才存在安全边际，当股票价格高于其实际价值或者二者大致相当时，就没有安全边际。换一种说法，安全边际就是价值与价格相比被低估的程度或幅度，如图3-4所示。

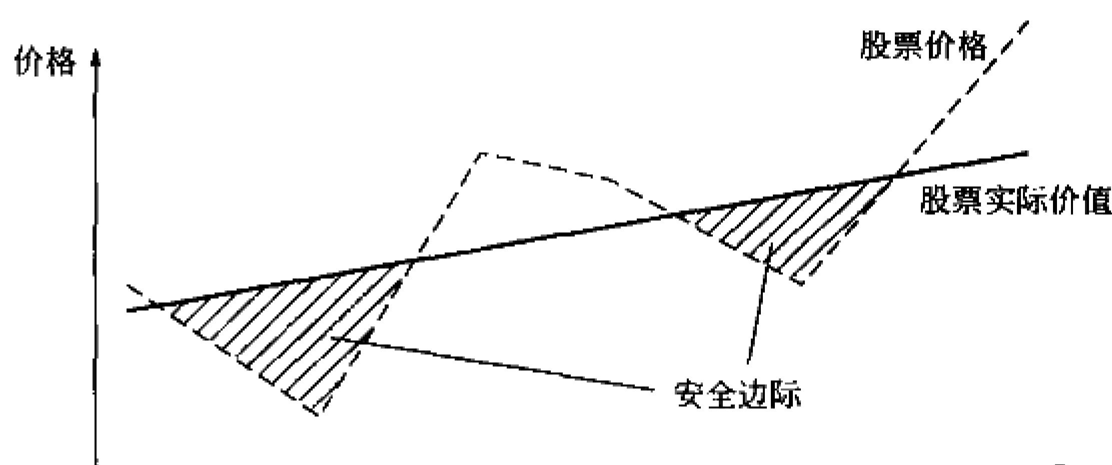


图3-4 股票的安全边际

格雷厄姆和巴菲特之所以反复强调安全边际原则，是有两个方面的考虑。

第一，安全边际可以冲抵判断失误的损失。如果投资者判断失误，买入的股票并没有预想中那么高的投资价值。这时保留一定的安全边际就可以对冲这部分判断失误所造成的损失，确保投资本金的长期安全。

第二，安全边际可以降低买入成本。购买内在价值相同的股票，安全边际越高则意味着股价越低。这样在投入资金一定的情况下，投资者可以买入更多股票，获得更高的内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据格雷厄姆的理论，股票的实际价值就是每股净资产和未来几年每股收益的总和。这样，股票的安全边际就可以通过市盈率（PE）和市净率（PB）两个指标来简单衡量。例如，当股票的市盈率小于10，且市净率小于0.8时，投资者就可以认为这只股票具备足够的安全边际，可以大胆买入。

巴菲特通过实践后发现，格雷厄姆的这个观点并不完善。每股股票的实际价值并不能简单地等同于每股净资产和每股收益的总和。它还应该包括上市公司未来赢利的增长能力。而这种未来赢利的增长能力是由公司的消费垄断优势来决定的。因此，一只股票的实际价值除了与市盈率、市净率两个指标有关外，还与上市公司的消费垄断优势有关。但可惜的是，消费垄断优势是一个抽象的概念，所以上市公司的实际价值也就难以量化。

例如一家公司的每股收益一直维持在0.5元左右，每股净资产有5元。按照格雷厄姆的观点，如果这只股票价格只有4元（即市盈率为8，市净率为0.8），那投资者就可以毫不犹豫地买入。但是巴菲特认为，投资者在买入前还应该考虑这家公司的经营状况。如果公司所处行业前景暗淡，竞争激烈，而这家公司又丝毫没有竞争优势，那即使股价跌到3元（即市盈率为6，市净率为0.6），巴菲特也不会购买。相反，如果是可口可乐这种拥有坚固“城墙”的消费垄断公司，即使这时股价为10元（即市盈率为20，市净率为2），巴菲特也会坚持认为这只股票具备合理的安全边际。投资者可以积极买入。

当然，巴菲特也绝对不是完全不看股票价格。假设前边说到的股票就是可口可乐。如果股价涨到50元（即市盈率为100，市净率为10），那这只股票就肯定不具备安全边际。此时巴菲特绝不会购买。巴菲特说：“我们最明智的选择应该是：用具有吸引力的价格买到有吸引力的股票。对投资者来说，如果买入一只有吸引力的股票却为此支付了过高的价格，那将抵消这只股票未来10年所创造的价值”。巴菲特的选择如图3-5所示。

当一只优秀的股票价格过高时，巴菲特给投资者的建议是继续等待。长期来看，投资者的情绪会在疯狂和恐惧之间不断变化，而股价也会在过高或者过低之间来回波动。股价不会长期停留在一个过高或者过低的位置，甚至不会长期保持一个相对“合理”的价位。这就像是钟摆的运动，只要时间还在继续，这种反复的摆动就不会停止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

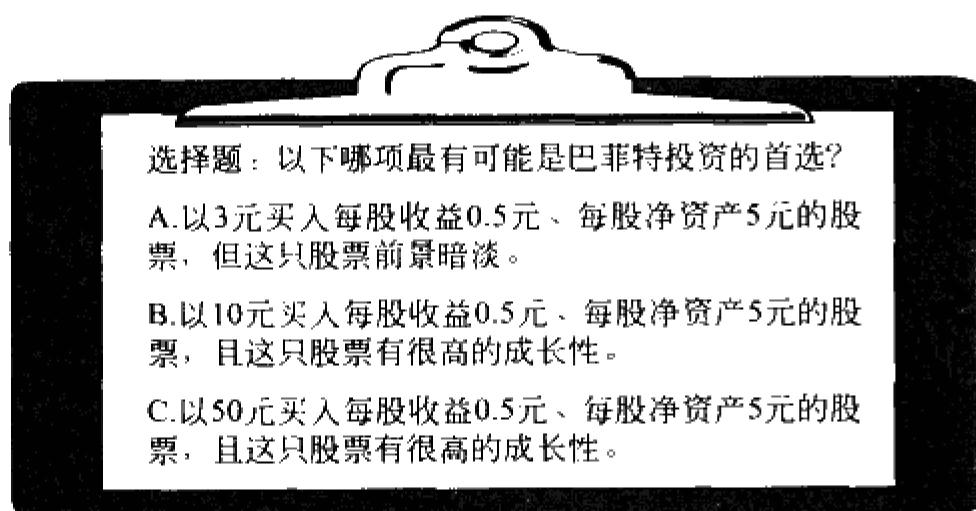


图3–5 巴菲特投资的首选

在合理的安全边际到来之前，投资者需要做的就是等待。等待股价下跌到一个合理的位置，然后大胆买入。1999年初，巴菲特开始大量买入白银，之后又在白银价格回调过程中不断加仓买入。最多时巴菲特的头寸占到市场总持仓量的1/4。他解释说，自己关注了白银市场30年才等到这个机会，当然要大胆买入。当时的白银价格达到了50年来的最低点。

比投资白银更能证明巴菲特耐心的案例是投资可口可乐。1988年，巴菲特开始大量买入可口可乐股票。在当年致股东的信中，巴菲特回忆说自己关注可口可乐已经有52年。

我记得我第一次喝可口可乐大概是1935年或1936年。不过可以确定的是，我从1936年开始以25分钱6瓶的价格从“巴记杂货店”（巴菲特祖父开的杂货店）批发可口可乐，然后再以每瓶5美分的市场价卖给邻居们。我对这种高利润零售业务乐此不疲。从中我很自然地了解到可口可乐对消费者非凡的消费垄断优势和这家公司优秀的赢利能力。在随后的52年里，可口可乐席卷全球。我更深刻地感受到这种垄断优势的魅力。

巴菲特观察可口可乐52年。更准确地说，他在童年时代就了解到可口可乐的投资价值，并且耐心等待了52年。直到1988年，刚刚经历股灾的可口可乐才让巴菲特看到了真正的投资机会。此后他开始大规模买入。52年的长期观察和耐心等待给巴菲特的这笔投资带来了巨大收益。

3.3.2 下跌的不一定是坏股票

在巴菲特看来，正确的投资并不是买入正在上涨或者明天就能上涨的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，而是买入未来10年能持续上涨的股票。因此，一只股票如果正在下跌或者已经有很大跌幅并不能说明这是不好的股票。相反，如果一只优秀的股票已经跌幅很大，很可能就具备了投资的安全边际。此时反而会成为很好的买入时机。

在2008年5月召开的伯克希尔股东大会上，巴菲特说：当市场动荡不安的时候，伯克希尔会积极利用这个机会，使自己获得额外收益。

在巴菲特看来，任何优秀的股票都可能会遇到短暂的困难。无论这些困难的影响大小，都会造成股价下跌。当一只股票的价值被错误地低估时，从投资者的角度看，这就是巨大的投资机会。

用巴菲特的原话来说就是：“股价暴跌可以给投资者带来巨大的安全边际。这是投资者入市很好的时机。尤其是当一家优秀的公司遇到困难，而这种困难的影响又十分有限时，就更是如此。虽然这时候公司的股价在下跌，可是这家公司长期的赢利能力并不会受到丝毫影响。一旦投资者从恐慌中恢复，清楚地认识到这一点，公司股价可以很轻易地回到原来的水平。投资者就可以从中大赚一笔。”

有这样一个故事：一位演讲家在一次公开演讲中拿出一张崭新的100美元钞票。他将这张钞票举过头顶，然后对大家说：“这是一张崭新的100美元钞票，现在卖105美元，有谁想要？”在场的人毫无反应。接下来，这位演讲家又把这张钞票在手里揉来揉去，直到钞票变成皱巴巴的一小团。他继续发问：“这是一张破旧不堪的钞票，现在卖95美元，有谁想要？”这次在场的人纷纷响应。

这个故事很好地诠释了巴菲特的估值原则。无论是崭新的还是被揉搓成一团，100元钞票的价值永远是100元。而一只股票无论当前价格涨跌，都不会改变其内在价值。当股价下跌时，意味着投资者可以以更低的价格买入同样优质的股票。这是很好的投资机会。

日常生活中，不会真的有人傻乎乎地以95美元卖出自己口袋里皱皱巴巴的百元大钞。但是在股票市场上，这种机会经常出现。从巴菲特的交易历史看，伯克希尔几乎所有的重仓股都是在上市公司股价大幅下跌后买入的，包括政府雇员保险公司、华盛顿邮报公司、美国运通公司、高盛集团等。其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最典型的例子是可口可乐。

从1984年开始，美国股市进入了持续几年的牛市。多数股票的涨幅都多达几倍。而这时候巴菲特十分清醒。他认为所有股票的价格都已经远远高于正常的价格区间。于是从1985年开始，伯克希尔大幅减少股票仓位。1987年上半年，股市上涨到最高点时，巴菲特手中只剩三只“准备持有一生的股票”。其余全被清空了。1987年10月，美国股市经历了“黑色星期一”。道·琼斯指数一天下跌20%。投资者信心受到极大打击，此后市场持续下跌。

正是在这次暴跌后，巴菲特观察52年的可口可乐出现了理想的安全边际。他开始大举买入。

1987年的股市暴跌在多数投资者眼里都是一场灾难，只有巴菲特例外。他将这次灾难看成百年一遇的买入良机。当大多数人都不看好可口可乐的未来时，巴菲特开始大手笔买入。1988年，巴菲特买入价值5.93亿美元的可口可乐股票。1989年他大幅增持近一倍，总计投入10.24亿美元。按照此时的股价计算，可口可乐的总市值大约是151亿美元。而巴菲特按照自己认为最保守的方法推算，可口可乐的市值大约是200亿美元。如果按照不那么保守的方法推算，可口可乐的最高估值可能高达480亿美元。

1991年，当投资者从恐慌中恢复时，巴菲特的这笔投资已经升值到37.43亿美元。正确的投资可口可乐使巴菲特两年赚了2.66倍。在1991年伯克希尔公司年报中巴菲特激动地说：“3年前当我们大笔买入可口可乐股票的时候，伯克希尔公司的净资产大约是34亿美元，但是现在光是我们持有的可口可乐股票的市值就超过这个数字。”

3.3.3 默默无闻的“黑马股”

（1）以低价买入优秀股票的方法

优秀的股票按照价格高低可以分为两种：一种是被投资者公认，股价已经大幅上涨的“白马股”；另一种是还没有被多数投资者发现，股价默默无闻的“黑马股”。

当一只股票被公认为是优秀的“白马股”后，其股价可能已经因为投资者争相买入而大幅上涨。此时投资者要想以较低的价格买入股票只有两个办法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一，等整个市场陷入恐慌时买入。例如巴菲特在1988年买入可口可乐就是很好的例子。当整个市场陷入恐慌时，优秀的股票会随其他股票一起下跌。当股价下跌到一个合理的位置时，投资者就可以抓住时机买入。

在实际操作中，投资者要想抓住这样的机会应该有足够的耐心。市场公认的优秀股票很少会被抛售。其价格即使在熊市中的跌幅也会比较有限。投资者要想等到一个合理的价格买入，可能需要很长时间。

第二，等上市公司出现重大问题时买入。当一家上市公司出现重大问题后，其股价往往会大幅下跌。如果这样的“重大的问题”没有影响到公司的长期运作，投资者就可以趁下跌的机会买入股票。例如“色拉油丑闻”爆发后，运通公司股价大幅下跌。巴菲特就是抓住这个机会买入了运通公司股票。

在实际操作中，这样的机会非常少见。此外，普通投资者也很难判断那些“重大的问题”是否会影响到公司的长期经营。例如，经济危机中，华尔街的投资银行纷纷陷入危机。高盛集团顽强地度过了这场危机，再次焕发出往日光彩。而同为五大投行之一的雷曼兄弟公司却没能在经济危机中幸免。作为普通投资者，我们很难在危机开始时就预判哪家公司能挺到最后。如果这时盲目投资一家“陷入危机的优秀公司”，可能会面临巨大的风险。

可以看到，无论使用什么办法，想要低价买入“白马股”都是“可遇而不可求”的事情。投资者在等待这种机会的同时，可以多花些精力来研究基本面优秀，但还没有被多数投资者认可，股价较低的“黑马股”。例如巴菲特在1972年买入喜诗时，这家糖果公司就没有得到市场的广泛认可，濒临破产。

市场上有很多优秀股票并没有得到广泛认可。这些股票没有被投资者追逐，股价还处在比较合理的价位上。一旦市场进入弱势，这类股票也会随大盘一起下跌。其表现并不会像公认的“优秀股票”那么坚挺，投资者也就更容易找到合适的买入时机。

（2）选择默默无闻的“黑马股”

选择“白马股”，投资者往往需要付出较高价格。虽然最终可能获得不错收益，但获利空间比较有限。而选择一只还没有被投资者广泛认可的“黑马股”，虽然可能需要冒一定风险，但有可能获得大量的超额利润。

在这个方面，贵州茅台就是很好的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图3-6所示为贵州茅台和上证指数从2002年到2010年9年中每年涨跌幅的对比数据。从图中可以看出，从2004年开始到2007年，贵州茅台涨幅大大超过大盘。这是贵州茅台逐渐由“黑马股”变成“白马股”的过程。

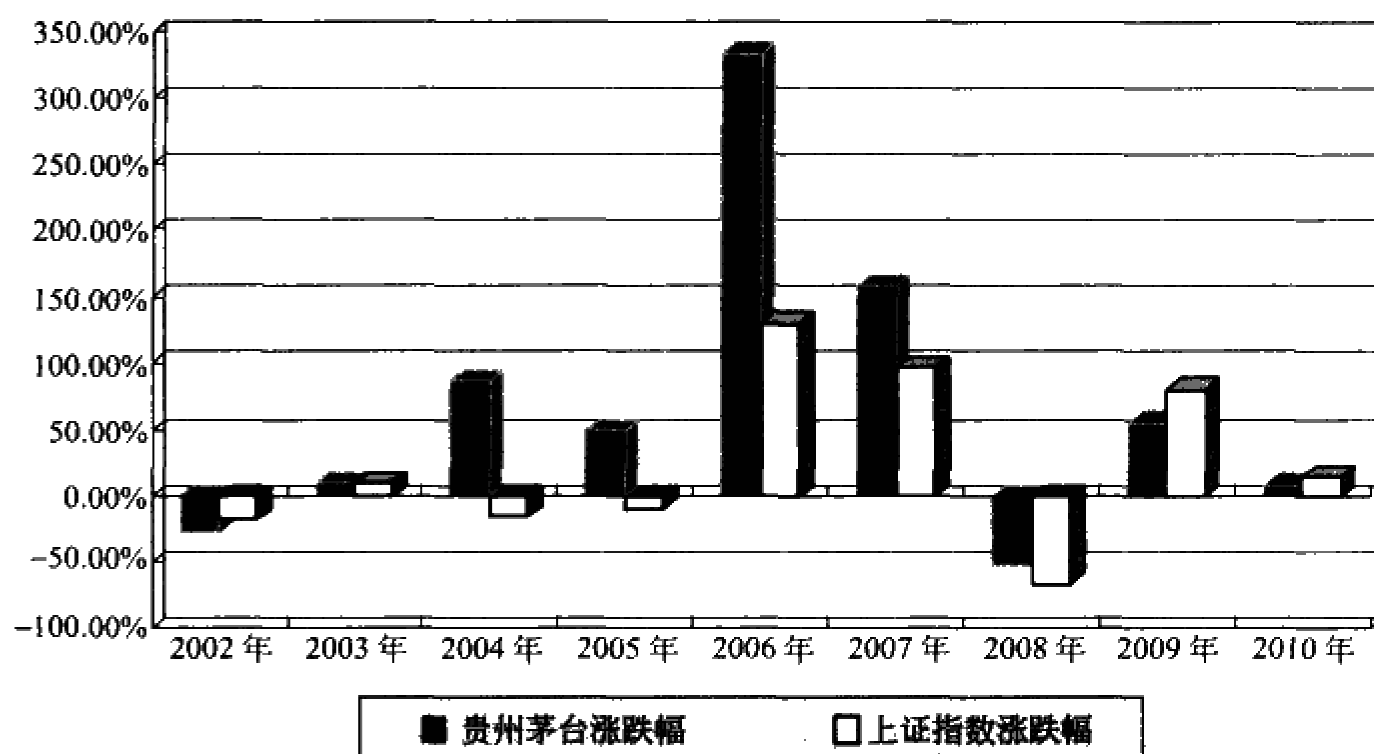


图3-6 贵州茅台和上证指数涨跌幅对比

投资者如果在2004年之前买入贵州茅台，相当于选择了一只默默无闻的“黑马股”。虽然可能会面临一定风险，但是随着贵州茅台的投资价值被挖掘出来，投资者可以获得大量超额利润。

到2008年以后，贵州茅台已经完全变成市场公认的“白马股”。此时公司业绩虽然仍非常优秀，投资者买入后也能够获得稳定的投资收益，但想要有2006年到2007年那样的超额利润已经很难了。

3.3.4 沉默是金：瑞贝卡的大业务

与贵州茅台、苏宁电器、云南白药等闻名遐迩的上市公司相比，瑞贝卡在股票市场上可以说是默默无闻。特别是在2007年的牛市之前，很少有股民会注意到这只股票。但是在假发行业内，瑞贝卡绝对是最优秀的公司。

瑞贝卡没有被投资者广泛了解是因为其主要市场不在国内。瑞贝卡年收入90%以上来自海外市场。瑞贝卡的假发主要销往美国、欧洲和非洲市场。公司在全球假发市场上占有率第一，在全世界都有很强的消费垄断优势。更重要的是，瑞贝卡生产假发也可以理解为一种“过桥费”式的赢利模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）消费垄断优势

尽管在国内没有太大名气，但是在世界范围内，瑞贝卡已经是最优秀的假发生产公司。瑞贝卡在国内的总部拥有世界上规模最大，技术和设备最先进的发制品生产基地以及全国最大的发制品研究中心。公司还在芝加哥、伦敦、拉各斯等地设有控股子公司和生产工厂。

与国内很多代工工厂不同，瑞贝卡非常重视公司的品牌效应。瑞贝卡旗下品牌SLEEK，是欧洲发制品第一品牌；NOBLE，是非洲高档假发第一品牌；SINA和MODEL，则是北美高档假发的领袖品牌。瑞贝卡的假发已经在市场上垄断了大量的消费群体。美国第一夫人米歇尔·奥巴马、前国务卿康多莉扎·赖斯都是瑞贝卡旗下品牌的忠实“粉丝”。

（2）市场上有大量的消费群体

因为基因关系，非洲人没有办法蓄长头发。他们的头发卷曲并贴着头皮生长。因此，假发对爱美的非洲裔女性来说几乎是日常用品。

此外，根据英国的一项研究，欧洲男性有70%的概率会秃顶。相传法国国王路易十三就总是用假发来掩饰秃顶。在他的影响下，欧洲贵族中逐渐形成了戴假发的风俗。

现在越来越多爱美的年轻人也开始使用假发。他们佩戴假发并不是因为生理原因，而是为了追求多变的造型或者节省打理头发的时间。这种需求在日本和韩国尤其突出。

（3）假发的寿命并不长

假发的使用寿命很短。一个假发的使用周期多则几个月，少则几周。它与吉列刀片一样，都是快速消费品。任何需要的人都必须定期购买新的假发。

优秀的产品质量、庞大的消费市场和并不长的使用寿命让瑞贝卡的假发产品供不应求。作为世界上最大的假发生产商，瑞贝卡的厂房即使满负荷运转也不能完全满足订单的需求。该公司拥有很强的赢利能力和发展空间。但是在2007年的牛市之前，瑞贝卡并没有被广大投资者熟知。

图3-7所示为瑞贝卡和上证指数的涨跌幅对比。从图中可以看出，瑞贝卡自上市到2007年前，其股价表现并不比大盘强，有一段时间的表现甚至还弱于大盘。这说明当时该股票的投资价值并没有完全显现。这时是很好的买入时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图3-7 瑞贝卡和上证指数周K线叠加



瑞贝卡

瑞贝卡前身为1990年创建的许昌县发制品总厂和1993年3月20日中美合资成立的河南瑞贝卡发制品有限公司。1999年10月24日，公司完成股份制改造，同年11月11日股份公司挂牌成立。2003年7月，瑞贝卡在上海证交所上市，成为国内发制品行业第一股。

目前，瑞贝卡已发展成为全球产品数量最多、规格最全、技术水平最高、生产规模最大，集研制开发、生产、销售于一体的发制品专业公司。

3.4 合理的安全边际：巴菲特与中国石油

3.4.1 要价格合理更要公司优秀

在1989年年报中，巴菲特反思在前25年的投资生涯中所犯的错误时，得出了这样的结论：以一般的价格买入一家非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司强得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特奉行的投资原则是“以合理的价格买进优秀公司的股票”。他认为投资者所购买的股票首先应该是一家优秀公司发行的，其次才是以合理的价格成交。一只优秀的股票如果价格不理想，我们可以等其下跌时再买入。但如果公司本身不够优秀，我们就应该果断放弃它了。

巴菲特曾经这样评论以低价购买一家差公司股票的行为：“以极其低廉的价格买一个烂公司，相当于用极低的聘礼娶来一位长年有病且需要人照顾的老婆。”虽然聘礼花得少，但结婚后为病人看病买药的钱，累积起来将会是一个天文数字。

巴菲特是经过投资失败才开始明白这个道理的。在1989年的年报中，巴菲特曾经回忆了他过去几十年投资生涯中的一些错误。其中最重要的就是买入了伯克希尔，在他看来，伯克希尔就是这样“长年有病且需要人照顾的老婆”。

在犯下新的错误之前，好好反省一下以前的那些错误绝对是一个好主意。所以，现在就让我们稍微花些时间回顾一下过去25年中我所犯的错误。

当然，我所犯的第一个错误，就是买下伯克希尔公司的控制权。虽然我很清楚公司的纺织业务没什么发展前景，但因为它的价格实在太便宜了，让我无法抵挡买入的诱惑。即使在我的早期投资生涯中运用这种策略确实让我获利颇丰，但是到了1965年投资伯克希尔后，我就开始发现这种投资策略并不理想。

“以相当低的价格买进一家公司的股票”，这是格雷厄姆的观点。巴菲特经过多年的投资实践后发现，格雷厄姆老师的这个观点并不完善。如果公司本身不够优秀，即使价格诱人也不值得投资。而格雷厄姆并不重视这一点，他认为无论公司好坏，只要价格合理就值得投资。巴菲特将格雷厄姆的这种投资方式比喻成“雪茄烟蒂”投资法。

在大街上捡到一只雪茄烟蒂，短得只能再抽一口，也许冒不出多少烟。但“买便宜货”的方式却恰恰是从那仅剩的一口中发掘出所有的利润。这就如同一个瘾君子想要从那短得只能抽一口的烟蒂中得到天堂般的享受。

这个让人反胃的比喻，揭示了巴菲特对这种投资方法的不屑。巴菲特列举了这种投资方法的两大弊端。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 乍一看非常便宜的价格可能到最后一文不值，因为在陷入困境的公司中，往往是一个问题还没解决，另外一个问题就冒了出来，在市场价向公司实际价值靠拢之前，公司的实际价值可能越来越低

2 你最初买入时的低价优势很快就会被公司过低的投资回报率侵蚀。例如，你用800万美元买下了一家出售价格或清算价值达1000万美元的公司，如果你能够马上把这家公司出售或清算，并实现非常可观的投资回报，那么这个投资就是明智的。相反，如果你买入后等了10年才出手，而在10年间公司赢利很少，只能派发相当于投资成本几个百分点的股利，那么这项投资的回报将会令人非常失望。所以说，时间是优秀公司的朋友，却是平庸公司的敌人

巴菲特最终得出的结论是：除非你是一个清算专家，否则买下一家没有前途的公司绝对是非常愚蠢的。

除了投资伯克希尔纺织厂的错误外，巴菲特在这个方面还经历过更加惨痛的教训。

买下伯克希尔不久后，巴菲特又通过一家后来并入伯克希尔的子公司，买下了霍斯柴尔德·孔恩（Hochschild Kohn）百货公司。当时霍斯柴尔德·孔恩百货公司的售价大大低于其账面价值。同时这笔交易还包括一些额外的利益：未入账的不动产价值和大量采取后进先出法记账的存货。总之从账面上看，这绝对是一笔廉价的交易。

然而，事实并不像表面看来那么美好。除了诱人的价格，这家公司几乎一无是处。当然这次投资最终也是失败的。最终的结果是：直到3年后巴菲特才得以幸运地将这家公司出售。出售价格刚刚能够弥补巴菲特的买入成本。

经历了多次惨痛的教训后，巴菲特终于突破了格雷厄姆理论的束缚。他开始集中投资具有超额赢利能力的优秀公司股票，并长期持有，这使他比格雷厄姆获得了更多的投资利润。正是因为这一重大转变，巴菲特的投资生涯才有了根本性的飞跃。

从此，巴菲特摆脱了格雷厄姆只投资普通公司廉价股的观点的局限性，开始研究另一位投资大师费雪关于优秀公司投资的思想。巴菲特常说："我的投资理念，85%来自格雷厄姆，15%来自费雪。"巴菲特承认，是投资伙伴查理·芒格把费雪投资理论带入了他的大脑。

如同格雷厄姆教导我挑选便宜的股票一样，芒格不断告诫我不要只买便

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宜货。他对我最大的影响就是让我摆脱了格雷厄姆观点的局限性。这就是芒格思想的力量。他拓展了我的视野。我在进化，我以非同寻常的速度从猩猩进化到人类。

如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，绝不会像今天这么富有。

3.4.2 保证不亏损的秘诀：安全边际

巴菲特将投资获利的方法归结为两条：第一，永远不要亏损；第二，永远不要忘记第一条。那么，投资怎样才能做到不亏损呢？巴菲特的答案是四个字：安全边际。

“安全边际”是巴菲特从老师格雷厄姆那里学到的重要投资理论。与“雪茄烟蒂”理论不同，巴菲特将格雷厄姆的“安全边际”理论视为价值投资的核心概念，并一直遵守。

安全边际的定义很简单：实质价值或内在价值与价格的顺差。换一种更通俗的说法，安全边际就是价值与价格相比被低估的程度，用公式表示为：

安全边际＝股票内在价值－股票销售价格

根据这个计算公式，当股价被低估时，就存在安全边际。股价被低估的幅度越大，安全边际越高。而当股价被高估时，就不存在安全边际，这时投资是十分危险的。

安全边际理论要求投资者只投资那些价值被严重低估的股票。安全边际越高，股票的投资价值越大。这样的安全边际理论虽然不能保证投资者资金的绝对安全，但能够使获利的机会大大提高。

巴菲特曾说：“我们的股票投资策略持续有效的前提是，我们可以用具有吸引力的价格买到有吸引力的股票。对投资者来说，如果买入一家优秀公司的股票时支付了过高的价格，将抵消这家绩优公司未来10年所创造的价值。”

如果投资者忽略安全边际的理论，只是按照寻找优秀公司的原则进行投资，无论价格多高都坚持买入。这样的话即使选到了优秀的公司，投资者也会因为支付的买价过高而难以赢利。

例如投资者如果在1991年买入万科A，那么持有到2010年年初将获得不菲收益。如果在2007年的牛市中以40元价格买入万科A，尽管万科公司依然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优秀，但投资者在接下来几年中都将会非常痛苦。

有的投资者可能要问，如果迟迟找不到拥有较高安全边际的优秀股票该怎么办？只有一个选择：等待。巴菲特告诉我们：市场并不是有效的。只要我们耐心等待，总有一天恐慌的气息会在市场上弥漫，股价大幅下挫。这时那些优秀公司的股票就会有完美的安全边际。在投资价值和安全边际完美结合时，投资者就可以大胆地买入股票。

前面曾经提到，巴菲特从6岁开始就在做可口可乐的生意，但是直到1988年，他58岁时才买入可口可乐公司的股票。这并不是因为巴菲特对可口可乐公司不了解，或者他认为可口可乐公司的发展前景不好，而是因为可口可乐一直没有到达他认为理想的股价。直到1987年股灾，所有股票都大幅下跌，此时巴菲特才认为可口可乐的安全边际已经形成，开始大胆买入股票，如图3−8所示。

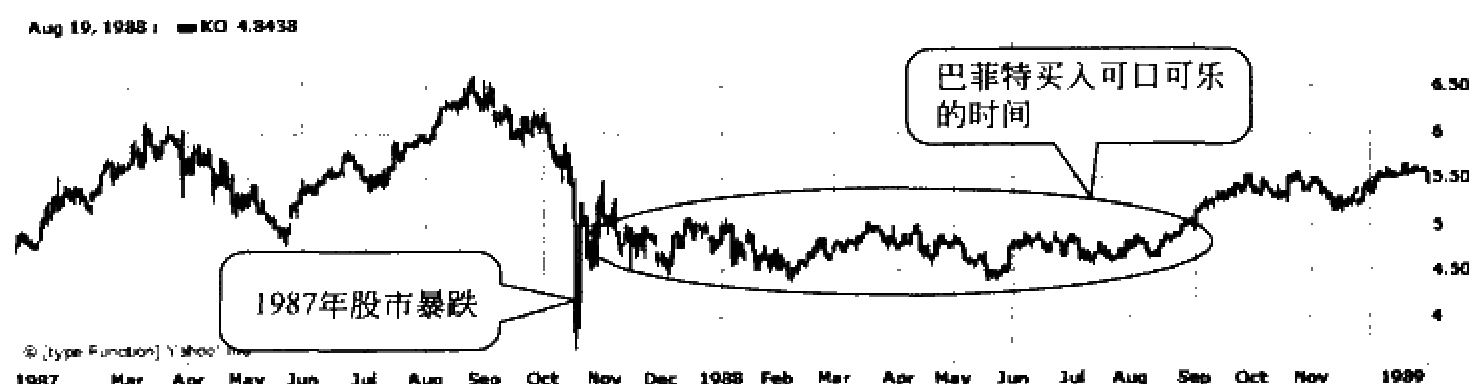


图3−8 可口可乐（NYSE：KO）1987年到1988年的走势

在著名作家戴维·格雷森关于可口可乐公司前主席罗伯特·戈伊苏埃塔（Robert Goizueta）的传记中写道：当股票市场从1987年股灾后的低谷开始回升时，一位来自中西部的不知姓名的证券经纪商就开始了时不时地购买行动。但包括戈伊苏埃塔在内的可口可乐高层对此并没有过分关注。

直到1988年秋的某一天，当时的可口可乐公司总裁唐纳德·基奥（Don Keough）和戈伊苏埃塔在研究股票走势时，基奥才恍然大悟。他跟戈伊苏埃塔说：这个不知名的证券经纪商很可能是受到了沃伦·巴菲特的委托。"我们知道他对可口可乐公司一向都很感兴趣。1985年可口可乐公司推出樱桃可乐时，巴菲特几乎成为樱桃可乐的免费代言人。"

在格雷厄姆的理论中，安全边际是避免投资损失的重要方法。影响股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场和公司经营的因素非常复杂。投资者实际操作时的预测能力毕竟有限，很容易出现预测失误。而一只股票如果有较高的安全边际，就相当于为投资者的交易加上一层保险。即使投资者对公司价值的评估有一定误差、市场价格在较长时间内仍低于价值，甚至公司发展受到暂时的挫折，都不会影响到投资者的资本安全。这就是安全边际原则的本质思想。

3.4.3 中国石油的合理价格

一只股票的安全边际会随着股价的涨跌而不断变化。当一家优秀公司的市场价格低于其内在价值，有较高的安全边际时，就是很好的买入时机。相反，当股票价格持续上涨，已经不具备合理的安全边际时，即使这家公司依然优秀，持有这只股票也已经不再安全。我们应该果断地将其卖出。

在投资中国石油时，巴菲特为我们上了很好的一课。

中国石油是现有公开资料所能查到的巴菲特购买的第一只中国股票。从2002年开始，巴菲特就开始大举买入中石油H股的股票。根据中国石油2007年半年报显示，巴菲特持有的股票数量已经占中国石油H股的11.13%，中国石油总股本的1.311%，成为仅次于中国石油天然气集团的公司第二大股东。

根据估计，巴菲特在2003年建仓时的成本价大约为1.7元港币，而到2007年，中国石油的H股价已经涨到10元港币，如图3-9所示。巴菲特短短4年在中石油获取了超过6倍的投资收益。而巴菲特认为，随着连续4年的股价快速上涨，中国石油H股的安全边际已经逐渐消失，持有这只股票变得越来越危险。



图3-9 中国石油H股走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了安全边际理论外，巴菲特对中国石油的分析还基于国际油价的变动。中石油的收入在很大程度上依赖于国际油价的变化。他认为，当国际油价在75美元左右时，这个因素对中国石油的影响是中性的。当国际油价只有30美元时，中国石油对投资者来说就非常有吸引力了。二者之间45美元的差价可以看成是另一种形式的安全边际。看到这种巨大的安全边际后，巴菲特开始大量买入股票。

2007年下半年，中国石油股价大幅上涨。这时的国际原油价格也已经超过了每桶75美元，安全边际已经不存在了。这对巴菲特来说已经不是“非常有吸引力”了。他开始抛售自己持有的中国石油股票。

巴菲特还认为，在2007年整个中国A股市场的价格都过高了，他根本找不出其他具有较高安全边际的优秀公司，所以伯克希尔公司不会再投资中国股票。但他会对中国股市的发展加以关注。2008年年底，当国内股市经历了惨痛的下跌后，巴菲特再次“抄底”买入了比亚迪H股。这条消息又使比亚迪的股价在几个月内连翻几倍。



巴菲特操作中国石油H股

2000年4月，中国石油H股上市，上市首日开盘价为1.28元港币。此后很长时间，中国石油H股一直在2元港币下方整理。这段时间是巴菲特的建仓期。

2003年5月，中国石油H股价格突破2元港币后开始持续上涨。此时巴菲特已经完成建仓。

到2007年年初，中国石油H股股价涨到10元港币以上。下半年，中国石油A股即将上市的消息使中国石油H股价格加速上涨，到10月份一度突破20元港币。巴菲特在这次上涨的途中逐渐卖出股票。

2007年11月，中国石油A股上市。以此为转折，其A股和H股开始同步下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章 ▸▸▸

巴菲特的投资时机：等待下跌

下次当你看到《股市暴跌，投资人损失惨重》的新闻头条时，就知道应该要改成《股市暴跌，多数投资人损失惨重，少数投资人赚翻》。虽然记者常常忘记这样的真理，不过只要有卖方就代表会有买方，一方损失就代表有另一方会得利。这就像是高尔夫球场上常讲的：每当一个柏忌[1]出现时，就会有人在旁边暗爽。

——巴菲特



[1] [illegible]ey，指某[illegible]高于标准杆一杆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.1 熊市中挖掘宝藏：巴菲特抄底股市

4.1.1 下跌未必是坏事

沃伦·巴菲特是历史上最坚决的抄底爱好者。从他父亲的创业经历来看，这种抄底的勇气根深蒂固地存在于整个巴菲特家族的血统中。

在1929年开始的大萧条中，霍华德·巴菲特供职的银行倒闭，他也就失业了。比失业更惨的是，他的钱也存在这家银行里，而他的两个孩子此时正嗷嗷待哺。其中就包括1930年出生的沃伦·巴菲特。

这个时候，霍华德做了一个勇敢的决定：他开了一家股票经纪行——在全世界没有人想买股票的时候（此时距离市场的底部还有七八年）。随后，尽管美国天灾人祸不断，罗斯福的当选又让他深恶痛绝，但霍华德的股票经纪公司日渐走上正轨。惨淡的股票市场让很多人望而却步，但霍华德却借此机会大力发展公司业务。在大萧条中，巴菲特一家的生活奇迹般地日益改善。

父亲这一段成功抄底的创业经历，让童年的巴菲特了解到：只有他人恐惧时，才是自己应该贪婪的时候。他曾经向投资者问过这样的问题。

如果你打算一辈子吃汉堡维生，自己又没有养牛，那么你希望牛肉价格是上涨还是下跌呢？同样道理，要是你经常会换新车来开，而自己又不是卖车的，你会希望车子的价格是上涨还是下跌呢？

这样的问题是显而易见的，因为我们会经常消费，所以当然希望牛肉或者汽车的价格一直下降。然而，巴菲特接着又问了一个问题。

假设你估计未来5年内自己会持续地买入股票，那么你希望这期间的股票市场是上涨还是下跌呢？

对这个问题，相信很多投资者的回答都与巴菲特不同。虽然当股价下跌时，我们能有机会买到更多股票，但我们心里还是感觉很难过。如果投资者看到股价下跌会坐立不安，那就需要转变观念了。

实际情况是，未来10年里，我们每个人可能都是股票的净买家，而不是净卖家。所以，每人都应该盼着更低的股价。这就像是未来10年里，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们肯定是汉堡的大吃家，所以我们希望买到更便宜的汉堡包，除非你是养牛专业户。

我们总是盼着超市在周末大甩卖，而不是涨价。股票交易所就如同一间销售各种公司的超市。我们知道自己要买股票，所以我们应该期盼的是所有股票价格都下跌，跌得越深越好，这样我们才可以去超市买到价廉物美的商品。20年或者30年以后，当我们退休开始领取养老金时，或者我们的后代来继承我们的财产时，我们也许会希望股价更高一点，但不是现在。

巴菲特认为：多数投资者希望股价上涨的念头，就像是每天吃汉堡的我们同时在祈祷牛肉价格上涨一样，是完全没有道理的。当股票价格上涨时，只有在短期内准备卖股票的人才应该感到高兴，准备买股票的人应该期待的是股价下滑。

对于想要买入并长期持有一家上市公司股票的投资者来说，他们期待的股价运行方向是再明显不过的。股票的价格下跌表示投资者可以用同样的资金量买入更多资产，日后可以获得的回报率自然也就更高。

当我们持有一只优秀公司的股票并且不打算卖出时，我们仍然会希望股票的价格是下跌的。因为这样代表我们可以以更低的价格追加买入公司股票。

在巴菲特的伯克希尔公司，每年度结束时大约有97%的股东会选择继续持有该公司的股份。这些伯克希尔的忠实股东都是储蓄爱好者。每当股市下跌时，他们都会十分高兴，因为市场下跌代表他们可以买入更多的伯克希尔股票，而伯克希尔也可以借助下跌找到更多的投资机会。

4.1.2 巴菲特的抄底策略

在股市下跌时购买股票的方法，国内的投资者称之为“抄底”。从伯克希尔的历史业绩看，巴菲特绝对是世界上最优秀的“抄底”高手。他的财富中有一多半来自有限的几只股票。而这几只股票基本都是他在熊市中抄底买入的。

虽然国内的A股市场也经历过多次熊市，但许多国内投资者却总是“抄底抄在半山腰”。甚至有人总结规律说：“新手死在山峰上，老手死在熊市中的反弹上。”为什么巴菲特赖以成功的熊市抄底策略在国内投资者手中却玩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不转呢？为了解决这个问题，我们需要研究一下巴菲特的抄底策略。

（1）在熊市里投资，成功是大概率事件

熊市往往会伴随着经济的停滞不前甚至衰退。因为对经济的预期比较悲观，很多公司的资产被严重低估。这时我们能够用非常好的价格买到非常优质的资产。相反，当经济回暖时，公司的估值会再次回到合理的水平。随着股价上涨，投资者就很难再找到合理的投资标的了。

如果查看一只股票或大盘的历史走势，我们不难看出股票市场上的牛市和熊市有以下几个特点。

1 熊市和牛市相互交替，而且二者的变化与经济发展周期几乎一致。当经济发展速度加快时，股票市场往往是牛市行情。当经济发展速度减缓，或者陷入衰退时，股票市场往往会进入熊市行情

2 宏观经济的长期发展方向是向上的，同时股票市场的长期发展趋势也是向上的。因此牛市中股票的上涨幅度一般都要超过熊市中股票的下跌幅度

3 牛市的形成时间长，股价上涨的速度慢。而熊市的持续时间一般较短，股价的下跌速度也较快。因此我们常说股票市场有“快熊慢牛”的特点

一旦了解清楚股票市场牛市和熊市的特点后，我们就可以更加从容地在熊市中进行抄底操作。

巴菲特所谓的抄底，与我们多数投资者所理解的概念并不一样。他曾经坦言，股票市场的短期价格波动是任何人都预测不了的。尽管巴菲特在股市暴跌之后买入，但他也很少能够买在最低点。很多股票在他买入后还继续下跌。但他认为投资成功并不需要抄底抄在最低点，只要我们买入的公司足够优秀，安全边际足够大就可以了。

以伯克希尔公司投资高盛为例。2008年9月，巴菲特的伯克希尔公司买入50亿元的高盛优先股。巴菲特本人对这笔交易十分满意。他认为自己无法预测当时熊市的底在哪里，但可以预测未来5～10年内股价可能达到的水平。相对于他的预期价格，当时绝对是一个非常安全的投资时机。

如果换做我们在同样的时间购买高盛的股票，相信很多投资者又要伤心了。因为在巴菲特投资后的两个月，高盛普通股的股价再次被“腰斩”，如图4–1所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

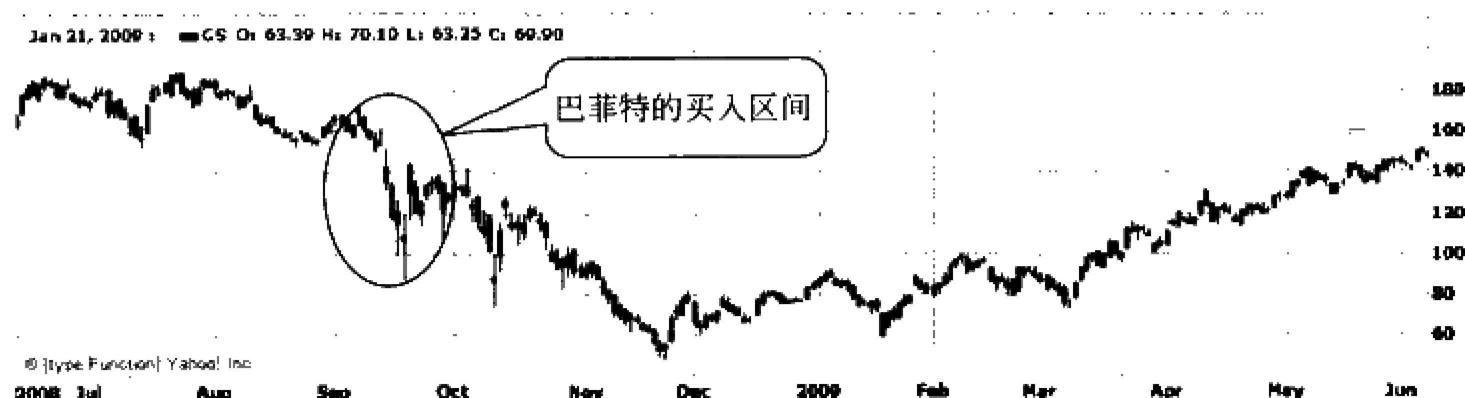


图4-1 高盛（NYSE：GS）2008年到2009年的走势

（2）以最有利的价格投资最好的公司

巴菲特会充分利用他的选股技巧，在熊市中选择最优秀的公司投资。

例如在2008年开始的经济危机中，遭受打击最为严重的是金融行业。这个行业股票的下跌幅度也是最大的。但巴菲特就选择了高盛和瑞士再保险公司两家金融公司投资。因为在遭受严重打击的众多金融公司中，这两家公司的竞争力最强，而且完全有实力度过经济危机。

此外，巴菲特还选择了在经济危机中备受打击的通用电气。通用电气是道·琼斯工业指数在1896年开始编制时的11个成分股之一，也是唯一一个始终存在于道·琼斯成分股列表中的股票。这家公司见证了美国100多年来的发展，是整个美国的代表。

巴菲特认为，如果美国经济从危机中复苏，这三家公司应该是最有可能劫后余生并快速恢复的。

然而，巴菲特绝不是什么下跌的股票都会买。在他买入高盛集团和通用电气公司股票之前，贝尔斯登、房利美（巴菲特曾经后悔没有在1988年追高买入房利美，但是从2002年开始就彻底改变了对房利美的看法）、房地美、雷曼兄弟、美国国际集团等大型金融公司，都曾经希望获得巴菲特的投资，但巴菲特拒绝了它们。这表明，巴菲特并不是哪只股票的价格低就买哪只。他在购买前会对公司的品质和股票的价格进行认真比较。

如果投资者对自己的选股能力没有信心，巴菲特还为我们提供了一个不需要选股的简单投资法，那就是买入指数型基金。他曾经说过：普通投资者只要能在熊市中投资跟踪标准普尔500指数的基金，就能够轻易取得让左邻右舍都羡慕的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）保证现金流

很多人认为，货币有时间价值，长时间空仓将是对时间价值的极大浪费。巴菲特则不这么想。他认为投资者手中应该永远持有一定量的资金。这样才能保证抓住每一个出现在眼前的投资机会。

作为投资大师，巴菲特要比我们任何人都清楚货币的时间价值。他绝对知道持有过多现金资产是一种巨大的浪费。但是比起这种浪费，巴菲特更加不愿做的事情是让投资机会在自己眼前溜走。他比喻说："好机会不常来。天上掉馅饼时，请用水桶去接，而不是用顶针。"保留现金就像是在家里留有一个水桶一样重要。

我们在抄底时，难免有抄在"半山腰"上的事情。当股价越来越低，真正的大底到来时，很多投资者已经没有多余的资金买入廉价的股票了，因为他们的资金都套在下跌的路上。这时他们只能眼巴巴地看着机会溜走，甚至部分借贷炒股的投资者不得不忍痛卖掉股票还债。而巴菲特的可贵之处在于，他的手中总有富余资金来购买股票，他永远手持足够的现金等待下一次投资机会的出现。

2008年9月，巴菲特投资47亿美元现金收购美国最大的电力行销巨头星座能源集团公司。这堪称巴菲特现金流管理理念的杰作。这家公司资质优良，而且卖家开出的价格也十分诱人。很多人都看好这家公司并打算收购，巴菲特在报价上并没有什么优势。但问题是，除巴菲特外，所有买家都不能立即给出足够的现金。而卖家并不愿接受分期付款或者其他资产来充当现金。这样，他们就只有选择把公司卖给巴菲特。这次并购完成后，巴菲特自豪地说："在这个世界上，大概只有我能够立刻拿出一张47亿美元的支票。你很难找到第二个这样的买家。"

4.1.3 巴菲特抄底的经典案例

巴菲特在熊市中成功抄底的经典案例无数。我们总结了三个巴菲特最近20年来在股市暴跌时的经典案例。通过这三个案例，投资者可以更加深入地了解巴菲特在熊市中的操作策略。

（1）1993年，"股神"卖期权

1993年4月2日，菲利普·莫里斯公司（Philip Morris Companies Inc.，简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称PM）为了击退一系列廉价品牌，宣布将旗下万宝路品牌的香烟降价20%。这条消息引发投资者对一系列著名品牌的担忧。“如果万宝路都不得不以降价求生存，那其他品牌还能有什么指望？”因此，大量知名品牌的股票被抛售，其股价大幅下跌。这就是著名的“万宝路星期五”事件。

这些被抛售的股票中就包括巴菲特重仓持有的可口可乐。当其他投资者纷纷陷入恐慌的时候，巴菲特的做法却与众不同。他认为投资者对可口可乐未来的担忧是毫无道理的。当投资者从恐慌中回过神来的时候，股价还会继续上涨。

为了表达自己对可口可乐股票的信心，巴菲特在1993年4月卖出了500万股可口可乐股票的看跌期权合约。每份价格是1.5美元，到期日是1993年12月17日。

这份期权合约意味着，合约持有者可以在1993年12月17日前的任意一天，以每股35美元的价格将可口可乐股票卖给巴菲特。实际上，巴菲特是在打赌这种股票的价格不会跌破35美元。如果可口可乐价格跌至每股35美元以下，期权持有者只要在市场上以低价买入股票后，按35美元的价格卖给巴菲特就可以赚取利润。而巴菲特到时不得不以高于市场价的价格买入股票。

对于巴菲特而言，这份合同为他创造了很不错的双赢局面。如果股价始终保持在35美元上方，他可以净赚1.5美元每份的期权费。如果股价跌破35美元，他就可以获得500万股成本为35美元的可口可乐股票。虽然成本高于市场价，但他认为以35美元的价格买入可口可乐股票并不是一件坏事。

最终，可口可乐价格没有跌破35美元就再次上涨，巴菲特净赚了750万美元的期权费。

（2）“9·11”事件，爱国的巴菲特

2001年9月11日，美国遭受恐怖分子袭击。当天下午，巴菲特按照预先制订好的计划请了一些知名人士去打高尔夫球。他让大家随意地打球或看电视。但是，人们没有心思打球，大多数人只是在伤心地看着电视。

巴菲特请来打高尔夫球的客人中，有一位来自国际信托公司的首席执行官安妮·塔特洛克。第二架飞机所撞击的世贸中心南楼，正是她手下650名员工的工作之处。整整一个下午，塔特洛克不停地拨打电话，想知道自己员工的命运。她得到的消息时好时坏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特虽然想尽办法消除这天所发生的恐怖事件给大家带来的不安。不过他后来说：每个人都会深受影响，美国人的心灵将永远不会回到从前。

“9·11”恐怖袭击事件给整个股票市场带来恐慌，但是巴菲特并未因此就动摇自己长期持股的决心。9月16日是股市重新开盘的前一天。这天巴菲特应邀参加了美国哥伦比亚广播公司（CBS）的“60分钟”节目。在节目中巴菲特表示，第二天他不会卖掉任何股票。如果股价跌到足够低的水平，他还可能再买进一些股票。言语之间流露出巴菲特的爱国热情。“如果你拥有一只美国公司股票，并在一周前还继续看好它，你就不应该在明天早晨9点30分卖掉它。至少在我看来这是十分疯狂的举动。”

巴菲特这种坚定持股的决心，与其说是爱国，不如说是他在坚持“在别人恐惧时我贪婪”的原则。从长期来看，“9·11”事件丝毫不会改变人们每天喝可口可乐或者在情人节购买喜诗糖果的生活方式。他完全没有理由卖出股票。相反，如果别人的抛售使股价下跌到一个诱人的价位，他还会大举买入。

（3）2008年金融危机，《我正在买入美国股票！》

2008年10月17日，在全球金融危机愈演愈烈，投资者恐慌情绪急剧蔓延的时候，78岁高龄的“股神”巴菲特在《纽约时报》发表了一篇著名的评论：《我正在买入美国股票！》（“*Buy American I Am*！”）

巴菲特文中说“如果股价一直保持其吸引力的话，我很快会将伯克希尔股票以外100%的个人财富用来买进美国股票”。这是他对“在别人恐惧时我贪婪”的再次肯定。

巴菲特也承认，2008年的经济状况确实很差，全球金融市场都处于混乱之中。美国国内的失业率正在上升，商业活动下滑。但是巴菲特凭借自己多年的经验认为：“很有可能的一种情况是股市将会走高，而且有可能大幅走高。这种情况可能在远早于经济信心或经济增长复苏之前发生。你不能等听到知更鸟的鸣叫才去确认春天来临，到那时春天即将结束。”

巴菲特称，在金融危机中很多公司确实都暴露出了问题，对这类公司的股票保持警惕是正确的。“但对美国许多健康公司的长期繁荣前景感到担心则毫无意义”。虽然部分大型公司的赢利会暂时减少，但“从现在开始的5年、10年乃至20年中，它们将创下新的赢利纪录”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上只有在大家都认为经济危机最严重的时候购买股票才是合适的。等到大多数人都认为经济即将复苏时，股价很可能已经上涨了一大截。到时就很难再找到合适的股票投资了。巴菲特曾提到20世纪30年代经济危机的例子。在那次危机中，美国的经济状况也是持续下滑。直到1933年3月份富兰克林·罗斯福（Franklin Roosevelt）总统上台后，这种现象才有所改善。而那次危机中道·琼斯指数创下低点的位置是在1932年7月，到罗斯福总统上台时，道·琼斯指数已经上涨了30%。

4.2 陷入危机的优秀公司：三聚氰胺和伊利股份

4.2.1 周期性行业的利润波动

巴菲特不仅经常在熊市中抄底买入股票，当一些优秀公司暂时遭受挫折导致股价下跌时，只要这家公司依然优秀，巴菲特同样会大胆买入。而一些周期性行业经常会出现公司赢利能力大幅波动的情况。巴菲特曾经举过一个滑雪中心的例子。

如果你在经营一家小型滑雪中心，而且已持续了30年，平均每年的净利大约是40万美元。在这期间，总是有几个年度生意特别好，年净利可达到70万美元。当然，假如遇上不下雪的年度，就没有任何收入。

面对这种状况，任何人都不会因为某一年没有任何收入，就认为这个滑雪中心的价值很低。因为人们知道这种气候上的循环变化虽然偶尔会让人望天兴叹，但偶尔也可能会给自己带来一个丰收的好年头，这不过是经营过程中免不了会碰到的起起落落罢了。

据此，巴菲特认为当投资者衡量一家公司的实际价值时必须把所有可能发生的意外情况加以全盘考虑，最终得出的定价才比较合理。而市场上那些短线投机者显然不知道这件事情。他们看重公司的短期收益而追涨杀跌。当然，他们的疯狂也为我们提供了很好的交易机会。

例如在衡量上述滑雪场的价值时，我们既不能以每年70万美元作为这家公司的预期收益，也不能仅凭公司有几年没有任何赢利就断定这家公司是没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值的。我们应该选择的计算标准是从长期来计算的公司年均赢利40万美元。

当某年公司没有赢利时，其股价会遭到投机者的大力打压。这时股票的价格是被低估的，我们可以逢低买入股票。而当某年公司赢利颇丰时，股价会被投机者哄抬而上，此时我们就可以逢高减持。

很多公司在经营过程中都会出现这种周期性的循环。以电视公司和报社为例，它们主要的赢利来源是广告收入，而整体经济状况会影响广告费率，进而造成营业收入的变动。整体经济状况疲软，广告收入就会锐减，可想而知报社和电视公司营业收入必然会减少，反映到股市上，就是公司的股价下跌。

1990年，美国广播公司就遇到了这样的问题。由于经济不景气，该公司在这年年底宣布它1990年的净利大致和1989年持平。而在此之前，投资者普遍认为该公司的每股盈余应该增长27%左右，而股价也早就因为27%的预计增长而大幅上涨。这个消息一经公布，该公司股价迅速从每股63.3美元跌落到每股38美元，跌幅约为40%。

而到了1995年，经济状况逐渐好转。此时美国广播公司同意和迪士尼公司合并。这次合并给美国广播公司带来了好处，其股价上涨至每股125美元。

4.2.2 陷入危机的优秀公司

巴菲特曾经投资的公司中不乏一些陷入危机的优秀公司，这些公司的股票往往能给他带来不错的收益。1963年，他对美国运通公司的投资就是一个很好的例子。

美国运通公司的某个分支经营着一个储存蔬菜油的仓库。各种蔬菜油入库后，这家仓库都要给客户开立存货单，以备客户取货使用。时间长了，人们开始以存货单交易代替了货物实际交割，而银行也接受以这种存货单为抵押的贷款。

不幸的是，运通公司客户之一的联合菜油加工公司（Allide Crude Vegetable Oil and Refining）的老板是个骗子。他把一大批假冒的色拉油储存在运通公司后，以运通公司的存货单为抵押获得了大笔贷款。

1963年，联合菜油加工公司破产。这家公司的债主开始拿着存货单找到运通公司。他们要求运通公司交付色拉油。直到此时，骗局才被揭开：联合菜油公司寄存的油桶中装的都是海水。运通公司因为错误地开立了存货单，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要承担6000万美元的损失。由此形成了运通公司的“色拉油丑闻”。

“色拉油丑闻”出现后，运通首席执行官霍华德·克拉克（Howard Clark）亲自宣布：公司已经资不抵债。运通公司股票也被大量抛售，其股价大幅下跌。而巴菲特再次站到市场的对立面。他认为这次事件只是暂时的困难，整个运通公司仍是完整的。投资者完全可以将赔款看成是一次性股息损失。这不会对运通公司未来的获利能力造成影响。巴菲特说：“当一家有实力的大公司遇到一次巨大但可以化解的危机时，一个绝好的投资机会就悄然来临。”

运通公司是一家拥有“经济特许权”的公司。巴菲特非常看好这家公司的两大业务：结算信用卡和旅行支票业务。这两大业务可以为运通公司带来源源不断的现金流。巴菲特调查后发现“色拉油丑闻”对运通公司的这两项业务毫无影响。因此他相信运通公司完全有能力度过这次危机。

在他经常光顾的奥马哈罗斯牛排餐馆及其他地方，巴菲特会站在出纳员的后面，窥视收银机的自动计数器，看看人们是否还在用美国运通的信用卡和旅行支票。通过走访，他发现商人们依旧在接受美国运通信用卡。由于这些信用卡仍有信誉，美国运通的整个帝国依然完好无缺，巴菲特买下了这只遭受重创的股票。

1964年，当美国运通公司股价从每股65美元跌至每股35美元时，巴菲特花费1300万美元买下了美国运通公司5%的股份。这笔投资相当于当时巴菲特合伙公司净资产的40%。

重仓持有这样一只陷入危机的股票，对其他人来说可能太过冒险了。但巴菲特不这么认为，他坚信自己对运通公司能够度过这次危机的判断是正确的。而事实上，他也从这笔投资上获得了巨额利润。1991年，巴菲特对《奥马哈世界先驱者报》透露，他持有这只股票的时间大约有4年。按照运通公司这段时间的涨幅判断，巴菲特在这只股票上赚到了大约4 ~ 5倍的收益。

4.2.3 三聚氰胺和伊利股份

三聚氰胺是一种低毒的化工原料。这种化工原料可能被不法商人掺杂进食品或饲料中，以提升食品或饲料检测中的蛋白质含量指标。因此，三聚氰胺也被作假的人称为“蛋白精”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年9月，中国发生了婴幼儿奶粉受污染事件。食用了受污染奶粉的婴幼儿患上肾结石病症。其原因就是奶粉中含有三聚氰胺。根据中央电视台9月16日的新闻报道，在国内22家婴幼儿奶粉厂商的产品中均发现有不同含量的三聚氰胺，涉及的厂商包括几乎所有大型乳制品公司，如蒙牛、伊利、三鹿和光明等。

三聚氰胺事件对国内乳制品行业造成了巨大冲击。伊利股份、光明乳业等乳制品行业的上市公司股票大幅下跌。如图4-2所示，从9月16日至10月10日，短短12个交易日内，伊利股份股价大幅下跌50%。同时，各家证券公司也纷纷给予这两家公司卖出评级。如果按照巴菲特的理论，这时正是我们应该“在别人恐惧时贪婪”的时刻。

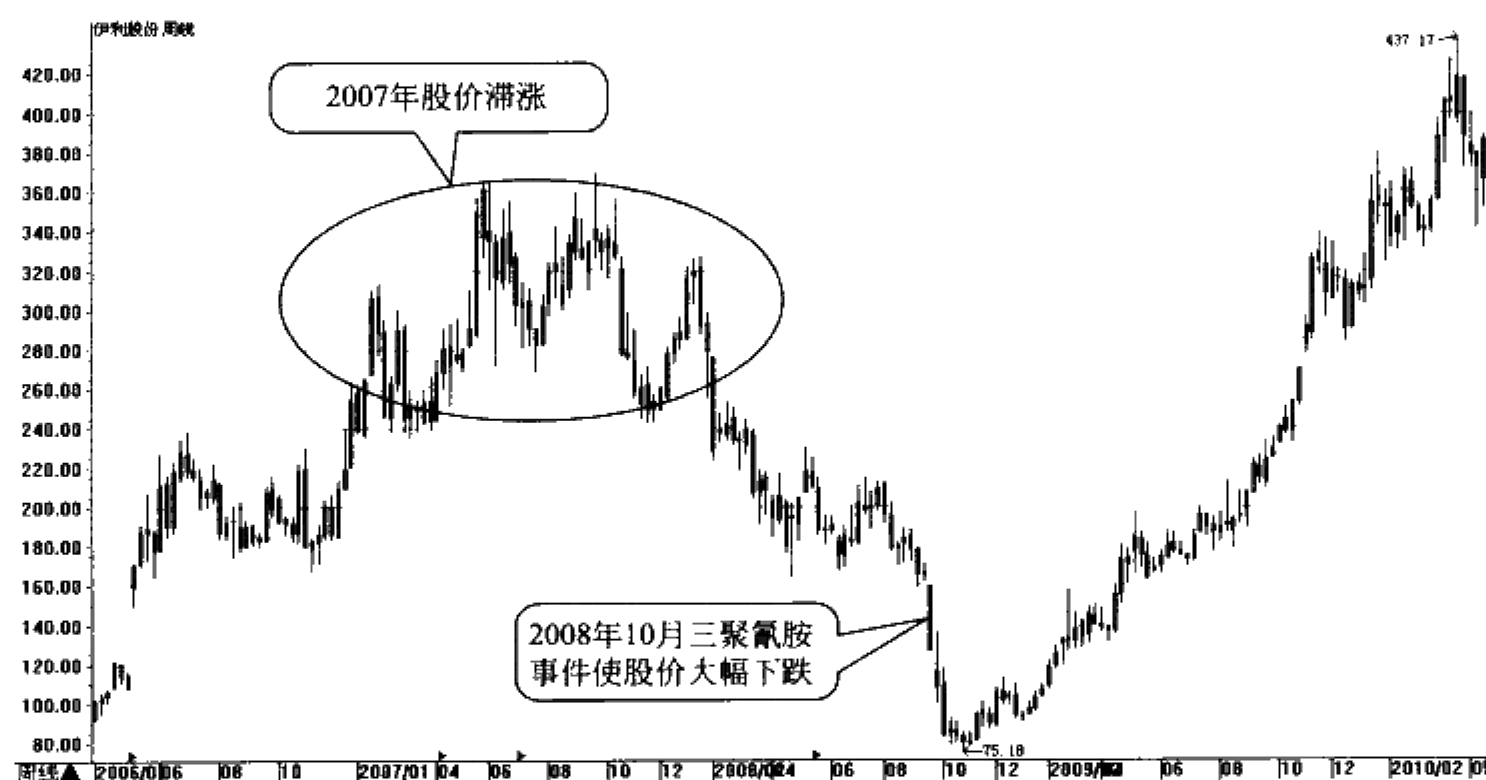


图4-2 伊利股份周K线（后复权）

在三聚氰胺事件中，伊利股份的体制并没有变坏。伊利的管理层完全有能力应对这次危机。短期内，伊利股份的业绩可能受到三聚氰胺事件的影响。不过长期来看，人们喝牛奶的习惯不会改变，伊利股份也仍然会是国内乳制品行业的龙头。当伊利股份的股价下跌50%后，已经有了很好的安全边际，此时投资者可以大胆买进。

如表4-1所示，从2003年到2006年，伊利股份的业绩一直十分稳定。但是到2007年，因为公司成本上升，行业竞争日趋激烈，伊利股份的利润大幅下滑，每股收益降为负值。这使伊利股份的股价在牛市中未能大幅上涨。为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此伊利股份被网友调侃为2007年牛市中的“最牛不涨股”。但投资者应该注意，此时每股净资产和每股现金流的数值仍十分稳定，说明这次危机并没影响到公司的持续经营能力。

表4-1 伊利股份年报数据

	每股收益	每股净资产	净资产收益率	每股现金流
2003年年报	0.51	4.99	10.22%	1.30
2004年年报	0.61	5.28	11.57%	3.22
2005年年报	0.75	5.80	12.92%	1.71
2006年年报	0.65	5.06	13.20%	0.96
2007年年报	−0.04	6.32	−0.77%	1.17
2008年半年报	0.15	5.58	2.62%	1.59
2008年年报	−2.30	3.49	−60.50%	0.23

在2008年半年报中，公司赢利情况已经有所好转，每股收益增加到0.15元。此时伊利股份已经基本走出成本上升和竞争激烈的危机。

但是到2008年年底，伊利股份遭遇三聚氰胺事件的冲击，财务数据全面下滑。伊利股份因此“被ST”。

三聚氰胺事件注定只能对伊利股份造成短暂的冲击。而且经过这次事件后，许多不符合要求的乳制品公司被关闭，伊利股份的竞争优势得以显现。因此，当伊利股份股价在12个交易日内跌去50%后，正是投资者应该“在别人恐惧时贪婪”的时候。

经过2008年的大幅亏损后，伊利股份在2009年的业绩逐渐好转，并且在2010年初摘掉了“ST”帽子。与此同时，伊利股份的股价也在2009年到2010年大幅上涨。



伊利股份

内蒙古伊利实业集团股份有限公司是目前中国规模最大，产品线最健全的乳业领军者，产品同时符合奥运及世博标准，先后为奥运会及世博会提供乳制品的中国公司。

截至2010年，伊利雪糕、冰淇淋产销量已连续17年居全国第一，伊利超高温灭菌奶产销量连续多年在全国遥遥领先，伊利奶粉、奶茶粉产销量自2005年起即跃居全国第一位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.3 利用“市场先生”的报价

4.3.1 情绪化的“市场先生”

巴菲特曾经多次提到过他老师本杰明·格雷厄姆讲过的一位“市场先生”（Mr. Market）。

我们在市场中交易时，可以想象市场上的报价是由一位特别乐于助人的朋友给出的。这位朋友的名字叫做“市场先生”。市场先生是我们私人公司的合伙人，和我们一样，持有一定的合伙公司的股份。他每天都会出现，给我们报出一个价格。如果我们需要，他会按照这个价格出售他手中的股份，也可以按照同样的价格购买我们手中的股份。他的报价从来没有失信。

这位市场先生有两个非常明显的特点：一个是情绪化，另一个是对我们是否理会他的报价无动于衷。

首先，他的情绪化使他的报价波动很大。可怜的市场先生患有“易动感情”综合征。这是个不治之症。即使我们合伙公司的业绩非常稳定，他的报价也会时高时低。有些时候，一点利好消息就可以让市场先生心情愉快。此时他只能看到影响公司的有利因素。有这种心境时，他会报出非常高的交易价格，因为他害怕你会盯上他的股权，抢走他即将获得的利润。另一些时候，一点坏消息就会让市场先生的情绪低落。此时他只能看到公司和世界的前途荆棘密布。在这种时候，他会报出非常低的价格，因为他害怕你会将你的股权脱手给他。

其次，市场先生对我们是否理会他的报价无动于衷。如果我们今天对他的报价不感兴趣，那么他明天还会来，带来他的新报价。同样，即使我们今天按照他的报价买入或者卖出股票，那明天他的报价还是完全取决于他的心情。市场先生的报价丝毫不会因为我们的交易，就向对我们有利的方向发展。

格雷厄姆告诫说：面对这样的“市场先生”，投资者必须要保持良好的判断力和控制力，与“市场先生”保持一定的距离。当“市场先生”的报价有道理时，投资者可以利用他。如果他的表现不正常，投资者可以忽视他。不过你绝对不能被他影响，否则后果会不堪设想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.3.2 远离市场才能战胜市场

巴菲特深深理解了格雷厄姆这个“市场先生”的理论。这个理论把众多投资者一起追逐利益的股市简化成了两个人的博弈，一个是我们投资者自己，另一个是“市场先生”。我们要想赚钱，就必须想办法战胜“市场先生”。

投资者战胜市场先生的方法很简单。这是因为市场先生的弱点十分明显，就是情绪化严重。他会在情绪的左右下给出很多错误的报价。虽然多数情况下市场先生的报价是比较合理的，但因为他有明显的性格缺陷，错误的报价必然会出现。我们要想战胜市场先生，只要在一边冷静地观察他每天的报价，然后在他报价过低时买入，他报价过高时卖出就可以成功获利。巴菲特正是看穿了“市场先生”的这个弱点，所以取得了巨大成功。

巴菲特这种赢利方法看似简单，但实践起来很难。市场先生并不容易战胜，因为他有一个超凡的绝技——感染力。

对普通投资者来说，“感染力”这一招非常有效。很多投资者会不自觉地受到市场先生的感染而变得比他更加情绪化。这样一来，主动权就跑到了市场先生手里，输家就不再是市场先生了。相反，如果投资者看穿这一点，想办法不被他感染，市场先生的任何企图感染我们的行为在我们眼中就都是愚蠢的，正可以为我所用。

这里需要说明的一点是：投资者想要不受“市场先生”的感染非常困难。“市场先生”会不厌其烦地使出各种手段，直至有足够多的投资者陷入情绪化的交易中。只有少数十分冷静，在“市场先生”的反复诱骗下不为所动的人才能战胜市场先生，那些不幸受到感染的人，注定会败在“市场先生”手下。

巴菲特为了不受到“市场先生”的诱惑，选择的方式是远离股票市场。巴菲特深知，如果离证券市场太近，很难不受到“市场先生”的反复诱惑。为此他一直坚持将伯克希尔公司总部设在远离股票市场的奥马哈。奥马哈位于美国内布拉斯加州，人口39万（美国人口调查局2000年的统计数据）。这只相当于国内中西部的某个小县城。巴菲特之所以选择在奥马哈开办公司而不是去纽约，一个重要的原因是这里可以远离市场的喧嚣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特曾经说过，有件事让他非常不解：那些受过高等教育的华尔街专业人士经常会做出非理性的事。在他看来，要赢得股票投资的成功，需要的不是紧跟市场，相反应该是远离市场。如果我们远离市场，就可以远离“市场先生”不断的诱惑。只有这样，在“市场先生”不断给出报价时，我们才能够从容应对。

巴菲特远离了市场，他也由此战胜了市场。他曾经说过：“好的投资人既有良好的商业判断，又能忽视市场的激烈波动。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章 ▸▸▸

巴菲特的投资方式：集中投资

分散投资获得巨大财富——这是最具欺骗性的投资谎言之一。从来没有人能凭借分散化投资策略进入亿万富翁俱乐部。

——《财富》杂志



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.1 鸡蛋和篮子的理论

5.1.1 把鸡蛋放在同一个篮子里

西班牙大作家塞万提斯在他的不朽名著《堂·吉诃德》中曾写过："不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。"将这一理论引入到投资领域的是美国经济学家哈里·马科维茨（Harry M. Markowitz）。他认为，鸡蛋必须放在不同的篮子里，使你的投资分布在彼此相关性低的资产类别上。这样可以减少整体投资所面临的风险。马科维茨因为他的投资组合理论获得了1990年的诺贝尔经济学奖。

简单来说，我们把财产看成一筐鸡蛋，然后把它们放在不同的篮子里。万一有一个或几个篮子打翻了，我们仍然还有其他几个篮子的鸡蛋，至少不会全盘皆亏。

例如，2007年年底我们有100万元。如果这些钱都投资在股市上，那么经过一年熊市后也许只能剩下不到30万元。但如果我们将这笔钱平均投资在股市、债券、黄金、储蓄和保险上，各20万，即使经历了一年熊市，总资产方面可能不会亏损那么多。

这种分散投资理论被几乎所有投资者奉为经典，但巴菲特却不以为然。巴菲特信奉的理论是另一位大作家马克·吐温所著的《傻瓜威尔逊》里的一句话："傻瓜说：不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。而聪明的人却说：把鸡蛋放在一个篮子里，然后看管好那个篮子。"

巴菲特将这句话解释为："我不能同时投资50或70家公司，那是诺亚方舟式的老式投资法，最后你会像是开了一家动物园。我喜欢把适当的资金分配于少数几家公司。"他还曾经引用美国百老汇主持人比利·罗斯的话说："如果你有40个妻子，那么你对她们中的任何一个都无法了解清楚。"

美国作家罗伯特·哈格斯特朗在其《沃伦·巴菲特的投资组合》一书中，曾经对集中投资的收益率波动进行了实证研究。他证明了投资者选择巴菲特的集中投资理论要比选择马科维茨的组合投资理论更能赚钱。这项研究分为三步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一步，利用有关普通投资者收益率的计算机统计数据库，从中随机选择1200家公司，分别计算每家公司1979年到1996年间每年股票的投资收益率。

第二步，从1200家公司中随机选择股票，构建12000个规模不同的投资组合。分别是：3000个包括15种股票的组合，3000个包括50种股票的组合，3000个包括100种股票的组合和3000个包括250种股票的组合。

第三步，分别按10年期（1987年至1996年）和18年期（1979年至1996年）两个时段统计以上不同规模投资组合的年平均收益率。并与同期标准普尔500指数的涨幅比较。统计结果如表5–1、表5–2所示。

表5–1 不同规模投资组合的10年期（1987年至1996年）年平均收益率（%）

项目	15种股票组合	50种股票组合	100种股票组合	250种股票组合	标准普尔指数
组合最高收益率	26.59	19.17	18.32	16.00	—
组合最低收益率	4.41	8.62	10.02	11.47	—
年平均收益率	13.75	13.87	13.86	13.91	15.23
标准差	2.78	1.54	1.11	0.65	—

表5–2 不同规模投资组合的18年期（1979年至1996年）年平均收益率（%）

项目	15种股票组合	50种股票组合	100种股票组合	250种股票组合	标准普尔指数
组合最高收益率	25.04	21.80	20.65	19.20	—
组合最低收益率	8.77	13.56	14.71	16.04	—
年平均收益率	17.34	17.47	17.57	17.61	16.32
标准差	2.21	1.26	0.88	0.52	—

通过上面的表格分析，可以得出两点结论：投资组合中股票数量越少，就可能获得越高的收益率。例如，随机选取15种股票组合在10年期和18年期的统计中，最高收益率分别达到26.59%和25.04%。而随机选取250种股票的组合，同期内最高收益率只有16.00%和19.20%。

此外，在10年期统计数据的基础上，哈格斯特朗还统计了不同规模投资组合战胜标准普尔500指数的概率，如表5–3所示。

由此可以看出，组合中只选择15种股票时，战胜指数的概率为26.93%，组合中股票数量达到150种时，战胜市场的概率就只有2.13%。集中投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策略不仅能提高组合的最高预期收益，还可以提高投资者获得高收益的可能性。

表5-3 投资组合10年期（1987年至1996年）战胜指数的概率

组合情况	战胜指数的组合数量	组合战胜指数的概率
15种股票组合	808	26.93%
50种股票组合	549	18.30%
100种股票组合	337	11.23%
250种股票组合	64	2.13%

在巴菲特看来，“多元化投资是对无知的一种保护，对于那些知道他们正在做什么的人，多元化毫无意义。”通过前边哈格斯特朗的统计结果，我们可以清楚地理解巴菲特这句话的含义。集中投资可以带来更高收益，也可能造成巨大亏损。但是对那些真正的投资者，集中投资带来的高收益足以弥补个别情况下的大幅亏损。

正因为如此，许多投资大师都倾向于采用集中投资策略。尽管他们的投资回报率波动性可能要超过市场平均水平，但其长期平均年投资回报率也远远超过了市场平均水平。

著名经济学家凯恩斯（John Maynard Keynes）曾在1927年至1945年掌管剑桥皇家学院的宝柜基金（Chest Fund）。在此期间他一直坚持集中投资的策略。在1934年给合伙人的信中，凯恩斯指出：“一个人的知识和经验绝对是有限的。因此在任何给定的期限里，我个人认为有资格将我全部的信心置于其中的公司数量，很难超过两到三家。”在凯恩斯的管理下，宝柜基金18年中获得了13.2%的年均收益率。同期英国股市年平均回报率是−0.5%。但是也因为集中投资的策略，宝柜基金有3年的收益率远远落后于英国股市的整体表现。

巴菲特的伙伴查理·芒格在管理自己的合伙公司时，也坚持将资金集中投资于少数几只证券上。在芒格的投资原则中有一条是：等待好的投资机会出现，一旦出现，倾全力集中投资。因为坚持集中投资的理念，芒格投资收益的波动幅度很大。在1962年至1975年的14年间，芒格年投资回报率以标准差计算的波动幅度为33%（这是计算投资风险的指标）。这相当于同期道·琼斯指数的两倍。但是从收益上看，芒格获得了24.3%的年平均回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这相当于同期道·琼斯指数的四倍。

5.1.2 选择足够坚固的篮子

当发现投资机会时，世界上所有优秀的投资者都会全力出击。他们会将所有鸡蛋都放在一个篮子里，然后看好它。

斯坦利·德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller）是索罗斯为自己的量子基金选择的接班人。有一次，德鲁肯米勒以德国马克做空美元。

当这笔投资出现赢利时，索罗斯问："你的头寸有多少？"

"10亿美元。"德鲁肯米勒回答。

"这也能称得上头寸？"索罗斯不屑地说，之后他又进一步解释道："当你对一笔交易有信心时，你必须全力出击。持有大头寸需要勇气，或者说用巨额杠杆挖掘利润需要勇气。但是如果你判断某件事情是正确的，你拥有多少都不算多。"

对于普通投资者，应该学习这些优秀投资者的方法——将自己的鸡蛋放在一个足够坚固的篮子里，然后看好自己的篮子。不过关键的问题是我们怎样找到足够坚固的篮子？又怎样才能看好它呢？巴菲特认为：一家上市公司是否"坚固"，取决于这家上市公司未来5～10年的竞争优势。

当然，未来有很多不可知的因素，我们不可能知道一家公司未来10年间的赢利到底有多少。不过我们还是可以通过研究已知的历史数据，将未来公司的价值划定在一个较小的范围内。

当一棵树上的黄叶随风飘落时，谁也不可能提前知道某一片叶子会落在哪里。但是，当很多的叶子落下来后，我们就会发现，绝大部分叶子，都落在了以树根为中心的有限范围内，只有很少的叶子可以飞得很远。我们虽然不知道每一片叶子的精确落点，但是，我们知道它最大可能的飘落范围。

类似的例子，如果要判断10年后世界上最强大的饮料公司，可能有人说是可口可乐、百事可乐，也可能有人说是娃哈哈、王老吉。但几乎所有人的答案都会集中在有限的几家公司范围内。

同样道理，如果让100个人根据本书表2-2中的数据判断可口可乐1994

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的每股收益，这100个人中多数人的判断都会集中在0.80 ~ 1.10左右的一个有限区域。很少有人会认为可口可乐在1994年每股收益下滑到0.5美元，或者是每股收益突然飙升到2美元。可口可乐过去10年稳定增长的业绩决定其1994年的业绩只会在一个很小的范围内产生，未来5 ~ 10年也是如此。如果可口可乐当前的股价远低于其未来5 ~ 10年可能创造的利润范围时，投资者就可以把这只股票当做一只足够坚固的篮子。

5.1.3 选择尽量少的篮子

巴菲特认为，投资者应该将资金投入最优的少数几只股票，而不是把它们分散投资在一些最优和大量次优的股票中。用鸡蛋和篮子的理论解释就是：我们应该把鸡蛋放入最坚固的一只篮子，然后用全部精力看好它；而不是把它们分别放在一些比较坚固的篮子中，每个篮子都只花费一部分精力去照顾。

成功的投资者不会卷入公众的热情之中，他们会耐心等待合适的机会买入股票。巴菲特回忆，他追随格雷厄姆工作的时候，大多数情况下格雷厄姆都会拒绝购买他推荐的股票。他在格雷厄姆门下被肯定的次数绝对没有一般人想象的那么多。巴菲特说，格雷厄姆不会轻易购买一只股票，除非各种情况都对他有利。

巴菲特在这段经历中了解到投资者应该拒绝一些看似很好的机会，因为我们的机会十分有限。在之后的投资生涯中，他拒绝了很多比较优秀的股票，只把资金集中投资在少数几只最优秀的股票上。事实证明这个投资策略保证了他的长期获利。

巴菲特相信，今天的投资者都不是等待为数不多的特别优秀的公司，而是觉得必须购买很多的股票，而这些股票往往是很普通的股票。他曾经说："我实在不了解那些投资人为什么要把钱花在他心目中排名第20的股票上，而不是把钱集中在排名最前面、最熟悉，风险最小，同时获利可能最大的投资之上。"

为了强调格雷厄姆的观点，巴菲特经常用打卡进行比喻。想象一个人一生的投资都被记录在一张卡片上，这张卡片上边只能打20个孔。投资者每做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出一个投资决策，就在上边打一个孔。在生命中余下的时间里他就少了一个孔。每个受到这样控制的投资者都会变得非常富有。因为他会抗拒投资游戏的诱惑，并且能够做出更多的好决策，将资金投入到有限的股票中。

5.1.4 两种特殊的情况

巴菲特认为：投资者应该“把鸡蛋放在一个篮子里，然后看管好那个篮子”。但是有两种特殊情况除外。

第一，对于某些高风险、高收益的投资项目，投资者必须要分散投资。

巴菲特在不断坚持价值投资的同时也一直进行着套利交易。他认为，在套利交易中“若是单--交易的风险过高，就必须将资源分散到几笔各自独立的项目上。如此一来，虽然每个个案都有可能导致损失或伤害，但只要你确信每个独立的个案经过概率的加权平均能够让你获得满意的报酬就行了。”（摘自巴菲特1993年致股东的信。）

在国内市场上，最典型的高风险、高收益投资就是买彩票。我们可以发现有经验的彩民都会把资金分布在不同的号码上。这样只要有一组号码中奖就可以挽回其他未中奖号码的损失。如果将所有资金集中在同一组号码上孤注一掷，绝对不是明智的选择。

符合类似原理的还有很多投资者热衷的“潜伏”ST股票重组概念。每年年终选择多只即将退市的ST股票投资。只要有一只股票能通过重组成功复牌，就可以获得超额收益，挽回其他股票的损失。与买彩票是同样道理，如果重仓买入一只不确定能否重组的股票，投资者需要面对的风险会相当大。

第二，投资者对整个市场有足够的信心，但是不熟悉任何一个产业。

在这样的情况下，投资者可以选择多只股票分散投资。但巴菲特认为，更好的方法是选择一只指数基金。“通过定期定额投资指数基金，一个什么都不懂的投资人通常都能打败大部分的专业经理人。”对此巴菲特进而解释道：“当‘愚昧’的金钱承认自己的局限性后，它就不再‘愚昧’了。”

通过这些言论，我们可以推断巴菲特对中小投资者的建议。如果我们这些中小投资者没有能力深入分析任何一个行业，与其“愚昧”地分散投资来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低风险，还不如清楚地认识自己，退出股票市场，寻求更简单的指数基金作为投资渠道。

5.2 集中投资要有耐心

5.2.1 耐心等待机会买入

集中投资策略的精髓可以简要地概括为几步。首先要耐心等待优秀的股票出现。一旦发现这样的股票，重仓买入。最后要坚信自己的选择，无论股市短期涨跌都坚持持股。

巴菲特有句名言是："对你所做的每一笔投资，你都应当有勇气和信心投入你净资产的10%以上。"投资者要注意，这里巴菲特说的不是仓位而是净资产。投资者对一只股票的投入应该至少是算上所有存款、房产、基金和股票等所有资产总额的10%。对于多数投资者来说这都能算上是重仓持有了。

当投资者无法找到值得重仓10%持有的股票时，最好的选择就是继续等待。

巴菲特是一个狂热的棒球迷，他非常喜欢美国著名棒球运动员泰德·威廉姆斯。泰德·威廉姆斯在他的自传《我的生活故事》中解释了自己的击球原则："我的观点是，要成为一名优秀的击球手，你必须等到一个好球才全力去打。"巴菲特发现威廉姆斯的击球原则和自己的投资原则不谋而合：要成为一名优秀的投资者，你必须等到一个好的机会才重仓买入。同时他认为无论投入资金的规模多么巨大，都应该坚持这种策略。

不过，机会不会亲自来敲门。巴菲特所谓的"耐心等待"绝对不代表投资者可以蒙头大睡。在没有找到合适的投资机会时，我们需要不断地研究上市公司，去寻找值得投资的优秀公司，研究这些公司的内在价值，同时还可以通过一些小规模的买卖进一步明确操作策略。只有经过了这一系列铺垫后，投资者才可以在合适的报价到来时大胆买入股票。

2008年，高盛集团陷入金融危机的泥潭。9月23日，高盛副董事长拜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦·特洛特（Byron Trott）致电巴菲特求援。巴菲特欣然同意了特洛特的请求，当天下午他们就签了投资协议。这份投资协议的内容如下。

伯克希尔公司以50亿美元现金购入高盛的优先股。巴菲特开出的条件是：年息10%，高盛有权在任何时间回购上述优先股，但须支付10%的溢价。此外，巴菲特还获得了认股权证。伯克希尔公司有权以115美元/股的价格再收购高盛50亿美元的普通股，行权期限为5年。

这份详细的投资协议足以证明巴菲特对高盛集团早有研究。他不仅对高盛集团能度过危机深信不疑，而且详细计算了高盛集团的内在价值。因此在高盛求助时，他才能给出每年股息10%、提前还款溢价10%、认股权证行权价格115美元这样精确的数据。

2011年4月，已经恢复元气的高盛集团向巴菲特支付了56.5亿美元，赎回这笔优先股。其中包括50亿美元投资，10%的分红、1.25亿美元的一季度股息以及2400万美元的额外股息。此后巴菲特还表示自己将保持对高盛的认股权证不变，并且计划在2013年年底行使该认股权。

5.2.2 买入后耐心持有

一旦买入股票，投资者就应该坚信自己的选择，坚持长期持股策略。巴菲特曾经说："我用屁股赚的钱比用脑袋赚的钱要多得多。""我们喜欢购买公司。我们不喜欢出售，我们希望与公司终生相伴。"

巴菲特最著名的投资方法就是长期持股。他买入股票后会一直简单地持股，既不随时准备卖出，也很少调整仓位。

在1993年致股东的信中巴菲特写到："看到今年所列的投资与去年竟如此的相似，你可能会认为本公司的管理层实在是昏庸到无可救药。不过我们还是坚持相信离开原本就熟悉且表现优异、稳定的公司，实在是非常不智之举。这类公司实在是很难找到更好的替代者……我忍不住想要引用1938年《财富》杂志的报道：'实在是很难再找到像可口可乐这样拥有这么大的规模，而且又能持续10年保持不变的产品内容。'如今又过了55个年头，可口可乐的产品线虽然变得更广泛，但令人印象深刻的是对它的这种形容还依旧适用。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使在股市大幅下跌的时候，巴菲特也能坚持自己的长期投资理念，安心持有已经买入的股票。

在著名的1987年股灾中，道·琼斯指数一天之内下跌22.6%。当有人把这个消息告诉巴菲特并且说他的财富已经大幅缩水时，他没有任何沮丧的表现，只是淡淡地回答说："也许股市过去涨得太高了。"巴菲特之所以这么从容不迫，是因为他坚信短期的股价下跌不会改变公司的长期竞争优势。长期来看，股票的价格最终会与其内在价值同步上涨。坚定的价值投资者不应该因为短期的股价暴跌而恐慌。

在巴菲特看来，投资者能坚持持有一只股票比选择一只优秀的股票更加重要。很多投资者都对巴菲特的选股理论颇有心得。他们能够根据巴菲特的理论选择很有价值的股票，并且在诱人的价格买入。但最后却因为受不了股价的短期波动而将股票卖出。事后看来，那些被卖出的股票往往都会成为长期牛股。

2007年10月，巴菲特接受了中国中央电视台《经济半小时》节目的专访。在专访过程中，巴菲特谈到了普通投资者如何去实践价值投资。

主持人："价值投资这个词在中国很流行，但是，有人简单地把价值投资等同于长期投资或者'经济特许权'。您能告诉我们价值投资的精髓到底是什么吗？"

巴菲特："投资的精髓，无论你是看公司还是看股票，本质上还是看公司本身，看这个公司将来5年、10年的发展，看你对公司的业务了解多少，你是否喜欢并且信任管理层，并且如果股票价格合适你就持有。"

主持人："这容易实践吗？对于一个普通人？"

巴菲特："有时候，我说简单但是不容易。成功投资不需要巨大的智慧，一般的智慧就可以。但很多时候成功的投资者必须具备一种稳定的情感和态度。赚钱不是明天或者下个星期的问题，而是你应该买一种未来5年或10年能够升值的东西。这样看起来不难，但真正到实践中很多人都做不到。很多人希望很快发财致富。我不懂'很快发财致富'的方法，我只知道要随着时日的增长赚到钱。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.3 集中投资要减少交易

5.3.1 集中投资的前提是长期持有

如果投资者把大量资产投入单一的股票，会面临一个很大的风险。那就是投资者的收益可能与大盘一起大幅波动。为了解决这个问题，很多投资者宁愿选择一个庞大的投资组合而不是个别优秀的股票集中投资。巴菲特认为，集中投资也可以获得稳定的收益。其秘诀就是：长期持有。

（1）长期持股能看淡短期波动

巴菲特认为，集中投资必须是长期投资。最适合的集中投资期限就是：永远。通过长期投资策略，投资者可以忽略股价短期暴涨暴跌的影响。长期投资的观点使巴菲特能够从容地应对各种短期波动行情。

1999年，当市场上的网络股股价疯涨时，巴菲特在《财富》杂志上发表了一篇文章。他认为未来20年间美国股市的平均收益率大概只有7%左右。并且他还提醒投资者不要被短期的暴涨冲昏头脑。几个月后网络股泡沫破灭。当市场上多数投资者都陷入绝望时，巴菲特又在《财富》杂志上发表文章，提醒大家没有必要过分悲观。因为从长期来看，股市的回报率一定会与经济发展速度相联系。投资者没有必要过分重视短期波动。

（2）长期投资可以克服任何波动

美国沃顿商学院教授杰里米·西格尔（Jeremy J. Siegl）曾经研究过美国股市在1802年到1997年近200年中的走势。研究结果表明股市长期投资的收益率可以保持在7%左右。虽然有些年度的投资收益会偏离7%，但是只要投资者能坚持长期投资理念，就一定能获得十分稳定的收益。

根据这份研究，投资者只要坚持长期投资，即使不用坚持200年那么久也能获得稳定的高额回报。研究表明，从1802年到1870年的70年间，美国股市年平均回报率为7.0%；从1871年到1925年的50年间，美国股市年平均回报率为6.6%；从1926年到1997年的70年间，美国股市年平均回报率为7.2%。即使在第二次世界大战的非常时期，美国股市的年平均回报率仍然高达7.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但如果投资者从事短线操作，运气就很重要了。因为从短期来看，股市波动非常剧烈。在近200年时间里，其中在90%的时间内美国股市的投资回报率在-22%～33%之间的大范围内波动。当整个市场的年跌幅达到22%时，投资者要想获得高额回报绝对是十分困难的。

（3）长期重仓持股的合理性

有些投资者认为长期重仓持有一只股票是十分危险的行为。这会导致投资组合的风险过大。当一只股票在投资组合中所占比例过大时，这些投资者会想办法将其卖出。

巴菲特对此观点嗤之以鼻。他认为：只要公司还能取得优秀的经营业绩，而且管理层也能做出正确的决策，这家公司就永远值得持有。“冷静持有是最聪明的策略。我们不会由于政府的新政策或者分析师的新观点而卖出优秀公司的股票。我相信多数经理人也不会如此。我们已经拥有了最优秀公司的股票。这是很多人渴望的事情。既然如此，我们为什么要改变这种状态呢？”

巴菲特曾经做过一个比喻：持有一个优秀的股票组合就相当于投资者持有几位杰出的大学篮球明星未来收益股权的20%。他们当中肯定会有人未来会成为NBA的明星。而未来从他们身上赚取的收益将会占到投资者收益的大部分。此时绝对不会有人因为这笔投资占整个投资的比例过大而将这些未来的明星卖出。另一个显而易见的例子是公牛队占有全世界最好的球员迈克尔·乔丹。那你猜公牛队会因为乔丹对球队太过重要而将他卖出吗？

在巴菲特看来，那些优秀的股票对整个投资组合的作用就像是乔丹对公牛队起到的作用一样。这些股票占整个投资组合的绝大部分正是因为它们是世界上最优秀的。它们的价格可能在短期内会下跌，这就像乔丹可能会受伤一样。但它们长期对整个组合的作用是显而易见的。投资者并不能因为短期的波动就频繁地买卖交易。这绝对是不理智的行为。正确的做法应该是重仓买入，然后长期持有。而且未来只要价钱合适还可以继续加仓。

（4）投资要像树懒一样

巴菲特曾经自比为“树懒”般行为迟缓的投资者。他在1990年时说，当年伯克希尔拥有六只重仓股，其中有五只的持仓状况全年都没有丝毫改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

唯一一只有交易的股票是富国银行。伯克希尔对这只股票的持仓比例调高到10%。这是美国联邦委员会允许的最高持股比例。其中1/6是1989年买入的，其余都是1990年买入的。

1995年，同样的话再次出现在巴菲特的信中：1994年伯克希尔公司的六只重仓股中，有五只的持仓情况全年都没有丝毫改变。这次唯一有变动的股票是美国运通公司，持股比例提高到了10%。

与大家熟知的那些思维活跃、行动敏捷的投资者相比，巴菲特这种每年只调整一只股票的“树懒”绝对算是异类。但股票市场上获利的永远是少数人。事实证明，“树懒”们恰恰是股市上最挣钱的人。

5.3.2 频繁交易会吞噬收益

为了说明频繁交易的危害，巴菲特曾经讲过一个古老的戈特罗克家族的故事。

很久很久以前，美国有一个姓戈特罗克（Gotrocks）的家族。这个极为富有的家族拥有所有美国股票100%的所有权。而且这种所有权永远不会改变。每年分红时，美国所有公司的股息都会流入戈特罗克家族成员的口袋。这成为整个家族代代相传、取之不尽的财源。现在这个数额大概是每年7000亿美元。

戈特罗克家族成员有成千上万人，虽然他们会花掉这7000亿美元中的很大一部分，但财富还是会有剩余。他们将剩余的财富重新投入到上市公司中。因此这些剩余的财富就能以复利形态不断积累。

所有家族成员的财富都在以相同的速度持续增长，几十年便会翻上一番。大家相安无事，和睦相处。

突然有一天，几个伶牙俐齿的帮客出现了。这些帮客劝说每个戈特罗克家族的成员：把手里“不好”的一部分股票卖给其他亲戚，再从亲戚那里买回一部分“好”的股票，从而每年能获得更多收益。最终，总会有家族成员被他们说动。而这些帮客也非常热心，他们作为中间人全权负责家族成员间的买卖交易。当然作为回报，他们要从中收取一部分中介费用。

经过不断地股票交易，戈特罗克家族仍拥有所有的美国公司（这是不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改变的前提），但意外的是：整个家族财富的增长速度降低了。其原因就是好心的帮客们拿走了其中的部分收益。股票交易越活跃，帮客拿走的收益就越多。聪明的帮客也发现了这个规律。他们当然不会放过赚钱的机会。于是在帮客的推动下，交易活跃度越来越高，戈特罗克家族所能享受的份额开始不断下降。

帮客进入这个游戏一段时间后，一些家族成员开始意识到：在这种“手足相残”的游戏中，自己表现得并不出色。他们不断交易赚到的钱并没有之前多。为了“帮助”他们获得更高收益，第二批帮客出现了。第二批帮客让大家相信：家族成员的收益下滑是因为他们的交易方法有问题，对股票“好”与“不好”的评价不够专业。而他们就能提供专业的选股服务，当然这是收费服务。为了获得更高收益，越来越多的戈特罗克家族成员开始雇佣这种帮客。

雇佣第二批帮客的唯一结果是，戈特罗克家族的财富又被分走了一块。更加不幸的是，第二批到来的帮客开始接受前一批帮客的好处。作为回报，他们敦促戈特罗克家族不断交易，使前一批帮客的生意更加兴隆。

噩梦还没有结束，当大量家庭成员对自己的财富增长越来越失望时，他们开始寻求解决问题的方法。怎么办呢？答案显而易见：寻找更多的帮客。

于是，第三批、第四批的帮客相继出现。他们无不信誓旦旦地保证：“只要付给我们一点费用，一切问题都会迎刃而解。”但最终的结果是戈特罗克家族获得的财富越来越少。

戈特罗克家族的困境就是现在整个股票市场都面临的困境。如果我们稳定地持有自己的股票，所有上市公司的分红和其内在价值的增加会老老实实地落入我们的口袋。但现在的情况是，无数投资者都在不断地交易股票，而且为了获得更高收益不断寻找各种“帮客”。这样做的结果只能是上市公司的大部分收益都被各种“帮客”占有，而这些“帮客”给投资者提供的真正帮助却十分有限。

巴菲特总结出一个规律：收益将随着资产流动次数的增加而减少。“指数基金教父”约翰·博格尔称赞巴菲特的这个发现是找到了“牛顿第四大定律”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998年，美国加州大学戴维斯分校的两位教授证明了巴菲特的这个结论。他们调查了美国的78000个家庭，统计他们在过去7年的股票交易记录。通过调查他们发现，78000个家庭股票投资的平均年收益率为17.7%。这略微高于17.1%的市场平均收益率。但是扣除各种佣金后，他们的年收益率只剩下15.6%。这比市场平均水平要低1.5%。由此可见，各种交易佣金是大部分投资者跑输大盘的罪魁祸首。

他们进一步调查了每个家庭的交易频率，发现：股票交易最频繁的20%的家庭，其投资收益率只有10.0%。这大大低于平均水平。而交易次数最少的20%的家庭，其投资收益率达到了18.5%，比前者高出85%。这个调查结果也是情理之中的。股票交易佣金按照交易量抽取。交易次数越多，需要缴纳的各种佣金就越多。投资者收益受其影响程度自然就会更加严重。

5.3.3 不要问理发师你是否应该理头发

每个股票经纪人都会信誓旦旦地保证：他们的建议有助于提高投资者的收益。但巴菲特给出的忠告是：永远不要问理发师你是否应该理发。

理发师要从理发中赚钱，所以他们建议所有人都应该去理发。至于客人是否真的需要这种服务，他们并不在意。

股票经纪人的赢利模式是同样道理。他们每天都会推荐不同的股票，不断地说服每个投资者不断地交易。在投资者不断交易的过程中，他们可以赚取不菲的利润。但最终投资者是否真能因此获利就不好说了。

为了摆脱经纪人的影响，巴菲特选择的方法是离开华尔街。作为世界上最成功的股票投资人，巴菲特称自己一年只去华尔街两次。每6个月，他都会去华尔街考察几家感兴趣的公司，处理一些积攒下来的事情。然后，他会带着自己的考察结果回到奥马哈。在这个安静的地方仔细考虑下一步投资决策。

“华尔街靠的是不断买进卖出来赚钱，你靠的是不去做买进卖出而赚钱。”这是巴菲特把公司地址选在奥马哈的原因之一。他认为当“人们在你的鼻子底下报价”的时候，谁都不可能不为所动。在华尔街上，每个人每天都在相互交易着他们所拥有的股票。到最后的结果是每个人都会破产，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有财富都流入了经纪公司的口袋。这与戈特罗克家族和那些帮客的故事十分相似。

与戈特罗克家族那些疯狂的交易者相反，如果我们能像巴菲特一样持有股票几十年不动，那么最后财富仍会留在我们的口袋中，破产的将是那些经纪公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章 ▸▸▸

巴菲特的持股策略：坚定地长期持有

我觉得长期价值投资者不应该动摇他们的信仰，无论在美国、中国或者大部分其他国家，没有理由因为某年有一个衰退就变化。你很年轻，在你一生会见到很多次衰退。但是，最终在10年后、20年后，你会比现在活得更好。你自己、你的孩子、你的孩子的孩子也是如此。你不会有一条直线向上的路径，但你的路径长期肯定是向上的。

——巴菲特



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.1 坚定地长期持股

6.1.1 相信自己的判断

巴菲特成功的一条很重要的原则就是长期持有。他有一句名言："如果对一只股票你没有持有10年的准备，那么连10分钟都不要持有它。"

从某种意义上说，长期投资是一种对自己的肯定。在长期投资过程中，我们需要抛开市场的短期波动，坚决持有自己看好的股票。巴菲特在1989年以6亿美元投资吉列公司。到2005年宝洁公司收购吉列时，这笔投资已经增值到51亿美元，年均收益率为14%。

在购买吉列后的16年时间里，巴菲特一直稳定持股。即使20世纪90年代末期吉列股价大跌，其他大股东纷纷抛售时，他也不为所动。

巴菲特这种坚定持股的理念与他小时候的第一笔股票投资有关。

1942年，11岁的小巴菲特已经通过出售高尔夫球，以及在棒球场贩卖爆米花和花生等小生意赚到了120美元。经过一番仔细的研究后，小巴菲特决定开始他的第一笔股票投资。而他姐姐多丽丝被招募为合伙人。他为自己和多丽丝各买入城市服务公司的3股优先股，每股38.25美元。他们每人为此花了114.75美元。

但不幸的是，在他买入股票后不久，市场就开始持续下跌。城市服务公司的优先股股价从38.25美元一路下跌到27美元。当时在上学的路上，多丽丝每天都"提醒"他：他们的股票正在下跌。这段时间小巴菲特感觉到压力大得可怕。

面对巨大的压力，当股票最后回升的时候，小巴菲特以每股40美元的价格将股票卖出。扣掉手续费后，他和多丽丝每人赚了5美元。但不幸的是，在他卖出后不久，城市服务公司的股价最高上涨到202美元。

尽管小巴菲特的第一笔股票交易以赢利收场，但这无论如何也算不上是一次高明的交易。在这笔交易中，他不仅承受了来自多丽丝的巨大压力，还踏空了一段可观的上涨行情。这次交易结束后，小巴菲特总结了三个教训，并把这些教训作为日后交易的准则。

第一个教训：买入股票后就不要过分关注自己的买入成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二个教训：不要不动大脑，急于抓住蝇头小利。如果能更耐心一点，他就能赚到近500美元。至今巴菲特仍对此念念不忘。从6岁开始，小巴菲特花了5年时间，经营各种小生意才积攒下120美元。而他却轻易地错过了赚取500美元的机会。他将永远、永远、永远地记住这个错误。

第三个教训：如果他出现投资失误，那可能会有人因他而烦恼和不安。因此，他不想对其他任何人的资金负责，否则那将影响他做出正确的判断。

对于市场价格的短期波动，巴菲特曾经做过一个比喻：拥有一个农场的人不会经常考虑他农场的市场价格是多少。他会更加专注地考虑农场每年能赚多少钱，而不是农场的价格本身如何变化。真正的股票投资成功之道是，以合理的价格买入一家优秀的公司股票，然后忘掉这个买入价格，一直持有很长时间。

6.1.2　递延纳税的优势

美国有着几乎是全世界最完善的税收制度。在2009年财政年度，美国全部税收在国内生产总值中所占比例达到26.9%。

作为美国公民，巴菲特会在法律允许的范围内，想出各种办法来减少税务负担。当他14岁时，就填报了自己的第一笔个人所得税——7美元。这是他做报童的收入。为了把税金降低，他把自己购买的腕表和自行车作为业务支出加以扣除。

在股票投资过程中，巴菲特认为合理回避纳税最有效的办法就是长期投资。巴菲特自称，从他年轻时代最喜欢的漫画《李尔·阿伯纳》中，他就有机会学到长期投资可以递延纳税的好处。但是当时心高气傲的他很可惜地错过了这一课。

李尔·阿伯纳，也就是漫画《李尔·阿伯纳》的主人公，生活在狗斑地区。他一直过着快乐但有些邋遢的单身生活。有一天，阿伯纳迷上了纽约的一位艳妇，名叫爱普森伊娜塔·范·科莱麦克斯。但这位艳妇只对百万富翁有兴趣，而可怜的阿伯纳兜里仅有一个1美元的硬币。

理所当然的，阿伯纳向美人的求爱遭到了拒绝。此后，他向狗斑地区的智慧之神——圣人摩西求救。这位圣人说：把你的1美元翻倍，然后连着做20次，爱普森伊娜塔就是你的人了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得到圣人的提示后，阿伯纳走进一家小旅馆，将他仅有的一块1美元的硬币投入老虎机中，结果竟然中了大奖，一时之间赢的钱满地都是。没想到他老兄严格遵照摩西的建议，只捡起了其中2块硬币，然后就出去寻找下一次翻倍的机会。

巴菲特回忆，看到这里，他就把这本漫画扔进了垃圾堆里，开始研究格雷厄姆的著作了。如果仔细研究他就可以发现，圣人摩西忽略了一个重要的问题——税收。如果把税收问题考虑其中，阿伯纳“翻倍20次”所获得的收益，将有很大一部分收益都会被政府拿走。

在没有任何交易费用的情况下，1美元如果连续20年都能获得100%的收益率，的确可以变成100万美元【$1\times(1+100\%)^{20}=1\ 048576$】。但如果阿伯纳每次交易都需要像伯克希尔一样承担高达35%的联邦所得税，那他每次交易的收益率就只有65%。这样算起来20年后他最终的收益就只有2.2万美元【$1\times(1+65\%)^{20}=22370.66$】。按照同样的收益率，他需要多等8年才能赚足爱普森伊娜塔需要的100万美元【$1\times(1+65\%)^{28}=1228995.91$】。

如果阿伯纳将他的1美元一直投资在同一个项目中，因为资金不取出就不用交税，如果他一样连续投资28年，税后收入将有1.7亿元【$1\times(1+100\%)^{28}\times(1-35\%)=174483046.4$】。按照这样的方法，即使只投资20年，扣税后阿伯纳也能有68万美元【$1\times(1+100\%)^{20}\times(1-35\%)=681574.4$】。

因此，圣人摩西让阿伯纳把“1美元连续翻倍20次”，还不如让他寻找一个翻倍的项目，连续投资20年。

虽然国内股票投资者的印花税和交易佣金一买一卖的合计大约只有1%，但这笔费用长期积累下来也将是一笔不小的支出。假设我们每月交易一次，那么一年下来不算复利的支出也要有12%。有的股民可能认为这并不是太大的数字。但我们可以对比另一个数字，“股神”巴菲特几十年来的年均收益只有20%左右。如果他再额外承担每年12%的短线进出的费用，那么伯克希尔绝对不可能取得今天这样的成就。

6.1.3 长期投资不等于死了都不卖

全世界有很多投资者都在学习巴菲特，模仿巴菲特。但大家的投资业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却不如巴菲特，而且经常发生亏损。这是因为多数人对巴菲特的理解只是流于形式，他们实际上误解了巴菲特的本意。巴菲特的长期投资原则就被很多投资者误解了。

巴菲特的长期投资原则，在国内被很多股民片面地理解为“买入并持有”、“死了都不卖”。这种解释离巴菲特的本意相差很远。

实际情况是，巴菲特只说过有限的几只股票是他决定一生持有的。在1986年致股东的信中巴菲特说：“我们可以公开声明，我们希望永久地保留我们的三种主要持股：大都会美国广播公司、政府雇员保险公司、华盛顿邮报公司。”换句话说，对于自己持有的其他股票，只要价钱合适巴菲特都乐于出售。

巴菲特并不总是一直追求“10年翻10倍”的股票。多数股票他只持有几年。另外巴菲特还有个习惯，每次大笔交易之前先少量买入部分股票进行试探。因此就会出现一些股票只持有几周就被卖出的情况。

我们过分迷信“买入并持有”、“死了都不卖”等原则，是因为巴菲特持有可口可乐等个别股票的案例被很多人夸大了。很多投资者都知道巴菲特投资可口可乐10年赚了10倍。但在实际的股市中，可口可乐这种优秀的股票完全是可遇不可求的。巴菲特走遍全世界也仅仅找到了几只这样的股票。我们不应该将可口可乐这种特殊的投资当做正常的投资模式。因为实际股市上更多的股票并不值得让我们持有一生。

巴菲特卖出中国石油就是很好的例子。在巴菲特眼中，中国石油也是一家非常优秀的公司。他从2002年开始就逐渐买入中国石油的H股，并一度成为中国石油的第二大股东。他当年买入中国石油的成本价在2元港币以下。

但是到2007年，中国石油的H股价格上涨到10元港币以上。此时巴菲特已经看到中国石油的巨大泡沫。于是在别人疯狂时，他选择了恐惧。这一年，他分7次卖出中国石油H股。在他卖出后，中国石油H股股价继续上涨。为此很多投资者还嘲笑他踏空了一段行情。但如果经历过中国石油在2008年的大跌，这些投资者恐怕就都笑不出来了。

巴菲特没有顽固地坚持长期投资理论。卖出中国石油的交易为他带来了实实在在的200亿元港币的利润。巴菲特在10元港币的价位上就感到危险，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始卖出中国石油。而很多自称要追随巴菲特的股民在40元的发行价上还大举买入中国石油，并且要坚持长期持有、“死了都不卖”。这样的投资已经是对“长期投资”理念的巨大扭曲，完全不符合巴菲特的操作思路。

6.1.4 长期投资：苏宁电器

苏宁电器可以说是国内市场上最适合长期持有的股票之一。

苏宁电器2004年7月21日在深圳中小板上市。上市第一天就以32.7元收盘，成为当时A股市场上的第一高价股。直到10个月后公司第一次大比例送股，才让出了这个位置。

苏宁电器刚上市时，国内股市正处于熊市下跌中。有很多股评家都对苏宁电器的高股价十分惊讶，也对苏宁电器连续的上涨感到不理解。他们认为这只是中小板股票的短期炒作行情。当时有专家曾经评论说：“苏宁电器本身业绩虽然不错，但现在的股价已经透支了未来几年的业绩。”

如表6–1所示，如果我们仔细研究苏宁电器上市前3年的业绩就可以发现，苏宁电器的赢利能力一点也不次于当时以贵州茅台为代表的众多高价股。当时的高发行价并不仅仅是市场短期“投票”的结果。

在上市之后的几年中，苏宁电器的业绩持续上涨（表6–1中有的年度业绩下滑是因为公司多次大比例分红送股摊薄了业绩），同时股价也持续攀升。在2007年的牛市中，苏宁电器的复权股价一度突破1300元，如图6–1所示。

表6–1　苏宁电器的历史业绩

年份	每股收益	每股净资产	净资产收益率	每股现金流	分红转赠
2002年	0.86	2.21	39%	1.60	
2003年	1.45	3.74	39%	1.19	
2004年	1.95	8.92	22%	1.30	10股送10股派1元 10股送2.5股
2005年	1.05	3.49	30%	0.45	10股送8股
2006年	1.00	4.28	23%	0.21	10股送10股
2007年	1.02	3.21	32%	2.43	10股转增10股
2008年	0.74	2.93	25%	1.28	10股派2元 10股转增10股派1元
2009年	0.64	3.12	20%	1.19	10股送2股转增3股派0.3元
2010年	0.57	2.62	22%	0.55	10股转增5股派0.5元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图6-1 苏宁电器周K线（后复权）

除了良好的业绩外，苏宁电器的商业模式在国内众多电器销售公司中也是一流的。这家公司有着与沃尔玛相似的商业模式。

第一，两者都大量发展连锁店，以规模取胜。有人曾经将苏宁的成功归功于“两天半一家新店”。苏宁电器的扩张速度可见一斑。

第二，虽然连锁店众多，但是苏宁和沃尔玛都做到了五个统一，即：统一品牌和形象标识、统一采购、统一配送、统一管理、统一资金结算。

第三，苏宁、沃尔玛与各自的供应商之间都有很强的议价能力，因此可以以低价取胜。

如果苏宁电器按照这样的模式发展下去，有望成为家电行业与沃尔玛同一级别的公司。因此从长期来看，苏宁电器称得上是一家伟大的商业公司。尽管苏宁电器过去几年的高增长率可能难以延续，但未来公司将进入稳健经营，较快增长的阶段。



苏宁电器

苏宁电器1990年创立于江苏南京。“苏”是江苏的简称，“宁”是南京的简称。苏宁电器是中国3C（家电、电脑、通信）家电连锁零售公司的领先者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照苏宁电器的发展规划，到2010年年底，公司旗下电器连锁店总数将突破1200家，销售规模突破1500亿，实现网络规模、品牌效益、管理与服务等全方位的行业领先。根据计划到2020年，公司旗下电器连锁店总数将达3000家，销售规模达3500亿，同时完成300个电器旗舰店、60个物流基地的建设，进入世界一流公司的行列，成为“中国的沃尔玛”。

6.2 长期持股的复利效应

6.2.1 巴菲特的滚雪球效应

巴菲特9岁那年的冬天，他和姐姐在户外的院子里玩雪。

小巴菲特在用手接雪花，一开始是一次一片。接着，他把这些少量的积雪铲到一块，堆成一个雪球。雪球变大之后，小巴菲特把它放到地上，慢慢地滚动。他每推动一次，雪球就会沾上更多的雪。小巴菲特推着雪球滚过草坪，雪上加雪。很快，小巴菲特的雪球已经相当大了。他把雪球滚到院子边上。片刻犹豫之后，他继续向前，滚动雪球穿过附近的街区。

从那里开始，巴菲特一直朝前行进，他的眼光投向白雪皑皑的整个世界。

巴菲特认为：投资就像是滚雪球，最重要的是发现很湿的雪和很长的坡。其中，“雪球”就是我们投资时持有的资金。“很湿的雪”指的是投资的赢利能力。而“很长的坡”则是这种赢利的持续能力。

（1）复利的威力

在滚雪球时巴菲特发现，自己能够找到的雪越湿，雪球变大的速度就会越快。而且随着体积变大，雪球每滚一圈所能沾上的雪也越来越多。这种雪球变大速度越来越快的现象就是复利的效应。因为复利效应的存在，巴菲特才需要一个“很长的坡”来充分发挥这种优势。

复利，也就是我们常说的“驴打滚、利滚利”，是对之前的本金加上利息一并计算下一次的利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一提到“利滚利”，很多人首先会想到这是一种资本家、地主压榨穷苦劳动人民的方法。有的人本来借钱不多，利息也不高，但往往最终连利息都还不起。这就是“利滚利”的威力。现在，如果我们反过来把这种方法运用在投资过程中，就能够大幅增加我们的收益。

假设有一个项目的年收益是20%，初始投入100元。第一年的收益是20元。如果不按复利计算，第二年的收益还是20元。但如果按照复利计算，第一年收益的20元在第二年也会获得20%的收益，那么第二年的收益就是（100＋20）×20%＝24元。依此类推，第三年的收益是（100＋20＋24）×20%＝28.8，第四年的收益是（100＋20＋24＋28.8）×20%＝34.56元。

在这个例子中我们可以看到，因为把前一年的收益重复计算到本金中，每年的收益水平是逐渐增加的。这就像是巴菲特的滚雪球：随着雪球越来越大，雪球每滚一圈所增加的体积也是越来越大的。只要找到足够湿的雪和足够长的坡，雪球变大的速度会越来越快。

幸运的是，巴菲特总能找到湿雪和长坡，例如可口可乐、吉列等。得益于此，在1965年创建伯克希尔后，他平均每年可以使这家公司的雪球变大20.3%（即截至2009年伯克希尔年均净值增长率）。在45年时间里伯克希尔的雪球（公司净值）总共变大了4000倍。如果按照伯克希尔的股价计算，这个数字大概还要翻一倍。即：如果我们在1964年10月1日投资给巴菲特1万美元，那么现在这笔投资的净值有4000万美元，市场价大概是8000万美元。

（2）复利让生活更节俭

从很小的时候开始，复利的赚钱能力就深深影响着巴菲特。这种对复利赚钱的痴迷使他的生活十分节俭。因为他知道，每当我们多花1块钱，就损失了用这一块钱去赚取更多钱的机会。

在全世界的顶级富豪中，巴菲特居住的房子是最寒酸的。1958年，他以3.15万美元买下了一栋奥马哈的房子，一直居住至今。按照美国一些媒体的估算，巴菲特这栋房子现在的估价约为40万～50万美元。根据巴菲特的一位朋友说，巴菲特已故的太太曾花了1.5万美元装修过这幢房子。但巴菲特对此十分不满，他埋怨说：“这笔钱拿来复利生息，你知道20年会变成多少吗？”

即使对1美元的小钱，巴菲特也不放过。在20世纪80年代的一天，巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特在去办公室的电梯里发现地上有一枚已经很脏的1美元硬币。于是他弯下腰捡起了这个硬币，并把它装进自己的钱袋。当时巴菲特已经是奥马哈知名的亿万富翁了。他的这一举动让同乘电梯的人十分吃惊。巴菲特可能也觉得有点难为情。他解释道：这是下一个10亿美元的开始。

6.2.2 损失的机会成本

在巴菲特眼中，浪费已经是一种很严重的错误。但如果因为投资失误造成损失，那将是一种不可饶恕的罪孽。巴菲特曾经引用老师的话说，成功投资的要诀有两条："第一条是不要损失，第二条是永远不要忘记第一条。"

在了解到复利的赚钱效应后，我们对格雷厄姆这句话的理解应该更深入了一层。当投资失误时，我们损失掉的不仅仅是资金，还有用这些资金赚取更多财富的机会。这种因为损失而失去的赚钱机会，就是机会成本。

巴菲特的财务顾问克里斯·布朗曾经讲述过一个关于机会成本的典型例子。

克里斯·布朗的父亲曾经也是巴菲特的顾问，并且持有伯克希尔的股票。1970年，父亲把这些股票当做结婚贺礼送给他的弟弟。遗憾的是，当时他的弟弟为了凑足度蜜月的钱，以每股40美元的价格将这些股票售出，总共获得了1000美元。

这次蜜月旅行表面上的成本只有1000美元，却是出售大约25股伯克希尔股票换来的。如果以现在伯克希尔每股超过10万美元的股价来看，这次旅行的机会成本要高达250万。250万就是这次蜜月旅行的机会成本。

像上述故事这样，为了支付生活的需要而付出的机会成本还情有可原。但如果是将资金贸然投入一笔风险投资，进而损失掉赚取更多无风险收益的机会，那就太可惜了。巴菲特曾经给他的朋友讲过一个故事。

据不确切的消息来源称，伊莎贝拉女王最初为哥伦布航海提供的费用约折合3万美元。这至少被认为是对资本的冒险事业运用较为成功的一项举动。姑且不提发现一个新大陆的心理愉悦，粗略算来，如果以4%的年复利投资这3万美元的话，到现在（1986年）就会有约2万亿美元。

众所周知，哥伦布出海的本意是要开拓前往中国和印度的航线，但他对航线和航程的计算完全是错误的。他能够发现新大陆可谓是"歪打正着"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伊莎贝拉女王资助哥伦布的3万美元绝对是高风险投资。

假设哥伦布没有发现新大陆，或者他发现了其他什么没有价值的东西。那么伊莎贝拉女王当时的3万美元投资可能就要白白损失了。而通过巴菲特的计算我们知道，如果伊莎贝拉女王在15世纪损失了3万美元，到1986年她这笔损失的机会成本将高达2万亿美元。这相当于现在西班牙全国两年的GDP总和。

如果我们现在对某只股票没有足够的了解就将大笔资金投入到这只股票中，而我们又没有像哥伦布那么好的运气，那我们就不仅会损失自己的部分本金，而且还会损失用这笔本金赚取更多利润的机会。

巴菲特在佛罗里达大学商学院演讲时曾经谈到过他年轻时的一次失败投资。

当我只有1万美元的时候，我投资了2000美元在一家汽修厂。最后那笔投资算得上是“肉包子打狗”。以我现在的资产衡量，那笔损失的机会成本高达60个亿，是个大错。当伯克希尔的股价下降时，我还能感觉好些，因为这降低了我为那次错误付出的机会成本。

当然，巴菲特说他希望伯克希尔的股价下跌完全只是一个“巴氏笑话”。实际上，他认为一旦损失确定发生，我们只要从失败中吸取教训就可以了，完全没有必要后悔。在同一天的演讲中，他还说道：

“当你聊到从失败中吸取教训时，我建议你最好还是从他人的失败中来学习吧，越多越好。在伯克希尔，我们绝不花一点时间来缅怀过去。我和我的合伙人已经相处40年了，从没有任何的争吵。我们在很多事情上会有不同的见解，但从没有过争吵。我们也从不回顾过去；我们总是对未来充满希望。我们都认为牵绊于‘如果我们那样做了……’的假设是不可理喻的。这样做不可能改变既成的事实。”

6.2.3 刘元生的万科A

巴菲特说：“我最喜欢持有一只股票的时间是：永远。”在国内A股市场上，能够永远持有一只股票的投资者可谓凤毛麟角。其中之一就是万科A的个人股东刘元生。他也因此成为A股市场上最成功的个人投资者之一。

根据万科公司2010年半年报，刘元生共持有万科A的股票1.34亿股，是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万科的第二大股东，也是万科最大的自然人股东。

用巴菲特的滚雪球理论解释，刘元生的成功得益于两点。

第一，他找到了“很湿的雪”，即万科具备出众的赢利能力并高比例送股分红。

第二，他找到了“很长的坡”，即长期持有万科20年。

因此，刘元生的雪球能越滚越大。将初始投入的400万元，在2007年的牛市中滚成了25亿的巨额财富。如果按平均每年的复利收益计算，刘元生的收益率要超过“股神”巴菲特。刘元生并不是巴菲特的信徒，他可能没有研究过巴菲特的滚雪球理论，但是他在A股市场上使用了与巴菲特几乎相同的投资模式。正是因为卓越的商业头脑和追逐财富的欲望，使他们殊途同归。

我们可以简单计算一下万科A上市近20年来历次分红送股为投资者提供的滚雪球效应。以1988年投资者购买10000股万科A的原始股为例，当时的股价为每股1元，深圳满大街都有人在出售这种股票。

按照表6-2中的统计，如果我们在1988年花10000元投资万科A，到2010年就可以有55.4万股万科的股票，并在此期间总共获得26.8万元的分红。这还没有计算将分红再投资的投资收入或者存在银行的利息收入。按照万科2010年分红日的收盘价7.34元计算，55.4万股股票的市值超过400万。

表6-2 万科A历年送股、分红统计

年份	分红送股比例	持股数	分红金额	累计分红
1988年	10000元买入10000股			
1991年	10股送2股	12000股	—	—
1992年	10股送2股	14400股	—	—
1993年	10股送5股，派0.6元	21600股	864元	864元
1994年	10股送3.5股，派3.5元	29160股	7560元	8424元
1995年	10股送1.5股，派1.5元	33534股	4374元	12798元
1996年	10股送1股，派1.4元	36887股	4695元	17493元
1997年	10股送1.5股，派1元	42421股	3689元	21182元
1998年	10股送1股，派1.5元	46663股	6363元	27545元
1999年	10股送1股，派1元	51329股	4666元	32211元
2000年	10股派1.5元	51329股	7699元	39910元
2001年	10股派1.8元	51329股	9239元	49149元
2002年	10股派2元	51329股	10266元	59415元
2003年	10股送10股，派2元	102658股	10266元	69681元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份	分红送股比例	持股数	分红金额	累计分红
2004年	10股送5股，派0.5元	153986股	5133元	74814元
2005年	10股送5股，派1.5元	230980股	23098元	97912元
2006年	10股派1.5元	230980股	34647元	132559元
2007年	10股送5股，派1.5元	346470股	34647元	167206元
2008年	10股送6股，派1元	554351股	34647元	201853元
2009年	10股派0.5元	554351股	27718元	229570元
2010年	10股派0.7元	554351股	38805元	268375元

注：表中未计入万科因股改发行认沽权证给投资者带来的收益。

表6-2中万科A的这种股份增长速度，得益于公司大比例送股的复利效应。例如按照1991年10:2的送股比例投资者获得2000股。到1992年，同样是10:2的送股比例，这次投资者就可以获得2400股的送股。

在持股数量按复利快速增长的基础上，投资者所获得的分红金额自然也就能快速增长。如果投资者能将分红获得的资金继续投入到万科A的股票上，还可以获得更优厚的回报。

6.3 留存收益的长期获利能力

6.3.1 投资要选“现金牛”

巴菲特所谓的“现金牛”，是指那些利润巨大，同时又对研究开发产品的资本需求不高，更新维护厂房设备等花费也不大的公司。

从“现金牛”的定义中我们不难看出，巴菲特所说的上市公司的现金是指净利润中扣去维护厂房、设备，产品研发等需要所剩的现金。只有这些现金才是公司可以自由支配的。

例如，假设有一家公司A。这家公司在2008年和2009年的赢利分别是150万和180万。但是A公司在2010年初需要采购一批重要的原材料，价值200万元。如果不采购这种原材料，A公司的生产就难以继续。因此，在A公司2008年和2009年总赢利的330万中，有一多半都是受限制的。只剩下130万可以被管理层作为股息支付给股东，或者用于从事其他投资。按照巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资哲学，他只对剩余的130万感兴趣。管理层能用这笔钱做什么，决定了A公司能否为股东资本带来价值增长。

收购喜诗糖果是巴菲特最引以为豪的交易之一。喜诗的历史业绩证明，这是一只物超所值的“现金牛”。

1972年，巴菲特花了2500万美元收购喜诗。虽然这家公司的账面价值只有700万美元，但是其销售额达到了3000万美元，税前收入接近500万美元。更加可贵的是，这家公司的生产和配售周期很短，销售产品采用现金结算。这两个因素使喜诗经营所需的资金降至最低。公司只需要800万美元就足以维持正常经营。

根据巴菲特在2007年致股东的信中的数据：2006年喜诗的销售额达到3.83亿美元，税前收入为8200万美元，公司的运营成本有4000万美元。这意味着从1972年到2006年，喜诗只花了3200万美元（从800万美元到4000万美元）用于再投资，就完成了3.53亿美元的销售额增长（从3000万到3.83亿）。

此外，除了那追加投资的3200万美元，其余所有喜诗的利润都被输送到伯克希尔。伯克希尔又用这些资金来购买其他具有吸引力的公司股票。巴菲特说：“喜诗公司给我们带来了许多新的现金源泉。”

6.3.2 留存收益的有效利用

在一家公司的收益中，除去分红给股东的部分，剩余部分被称为留存收益。而留存收益中要再扣除用于维持生产状态的部分，剩余的才是可以由公司自由支配的，如图6-2所示。一家公司是否能够有效利用这些可自由支配的留存收益进行投资，就决定了这家公司的内在价值是否能有效地增加。

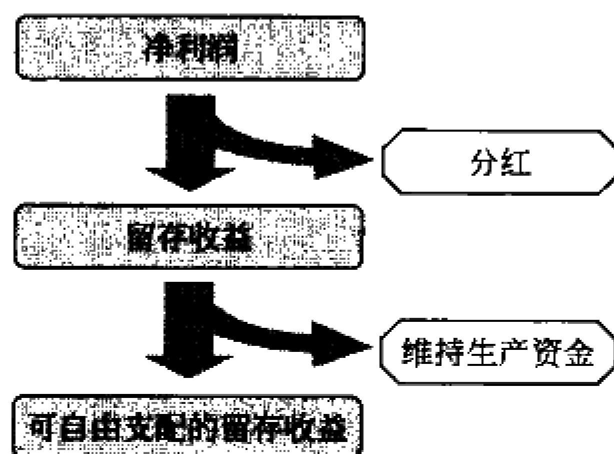


图6-2 公司可自由支配的留存收益

（1）判断公司的增值能力

像喜诗一样能够为股东提供稳定现金流的公司固然可贵。但是对普通投资者来说，最好的投资标的应该是那种能有效使用自有资金，成功实现扩张的公司。这样可以省去我们自己再去寻找其他投资项目的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，我们可以将判断一家公司增值能力的条件归纳为四点。

1 公司能够赢利

2 公司支付股东分红后有留存收益

3 公司不需要将所有的留存收益用于维持生产

4 公司有能力利用可支配留存收益投资，实现增值

除喜诗外，巴菲特经常提到的另一家“现金牛”是资本城公司。这家公司曾经利用自己经营中产生的大量现金收购了另一头“现金牛”——美国广播公司。一家“现金牛”收购另一家“现金牛”后，公司对现金的产出能力大大增强。从这方面来讲，资本城就属于能有效利用现金流的公司。

伯克希尔公司本身也可以算是有效使用留存收益的“现金牛”典范。公司经营过程中获得了大量收益。但巴菲特入主伯克希尔后，这家公司只有过一次分红：每股派10美分。即使如此，巴菲特还是对这唯一的一次分红后悔莫及——每一颗子弹都很珍贵。从此，他不再“犯这样的错误”。8个月后，他发行交换利率为7.5%的公司债。股东们可以用股票来换取这种高利率公司债。通过这种方式，清洗掉希望得到现金的股东，只留下忠实同盟。

伯克希尔将几乎所有的收益都留在公司，用于扩张，收购更多的公司，获得更多利润。实际上，在少年时期巴菲特就开始了这种不断扩张的买卖。

16岁时，他和自己的朋友合伙花25美元买了一台旧的弹子机。巴菲特与一位名叫埃里克的理发师商量，把弹子机放到他的理发店里。因为理发店里总有很多等待理发的顾客，弹子机正好可以帮助他们打发时间。另外，巴菲特还会在利润中分出一部分给埃里克。虽然在此之前没有人在理发店放置弹子机，但埃里克先生最终还是答应了。

没用多长时间，巴菲特就通过这台弹子机赚到了25美元。他用这些钱又添置了一台旧机器，放在另一家理发店中。这就像是资本城公司用自己的现金收购美国广播公司一样。巴菲特小时候就开始做这种买卖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后一段时间，他把几乎所有利润都用来添置机器。而且他拥有机器越多，机器数量增加的速度也就越快。

很快，巴菲特就在镇上不同的理发店里摆放了7台这样的弹子机。此时，他通过这些弹子机生意每周可以赚到50美元。巴菲特发现了资本扩张的魔力。

这个生意虽然十分赚钱，但发展的空间很小。为了防止被地痞流氓骚扰，少年巴菲特只能把弹子机放置在偏僻地区。当意识到自己的生意无法继续扩大后，他将自己的弹子机生意以1200美元的价格卖给了一位退伍军人。

（2）寻找高增值公司的简单方法

当留存收益被用做扩大营运的再投资，资产价值的累积就促使股票价值增加。但格雷厄姆告诫我们，不是所有的公司都可以将留存收益再投资以扩大公司规模。事实上，大多数公司必须将留存收益花费在维持现状方面。它们必须每过一段时间就花费大量金钱去更新技术、设备和厂房。只有那些优秀的公司才能将大量留存收益用于新的投资。而投资者要想找到这些优秀公司是十分困难的。

在格雷厄姆分析的基础上，巴菲特找到了一条捷径。虽然多数公司未来的留存收益是难以判断的，但消费垄断类公司除外。从长期来看，消费垄断公司留存收益的回报率远远超过平均水平。这类公司只需要将收入中的很少一部分用来升级厂房和设备，研发新产品。剩余的大部分收入都可以用来收购新公司或扩大现有业务的规模。

巴菲特曾经拿美国电话电报公司（AT&T）和国际汤姆森出版公司（International Thomson Publishing Ltd）作对比，说明公司留存收益的重要性。

AT&T在瓦解之前并不是投资者心仪的对象。该公司虽然赢利颇丰，但面临管制，并且技术研发和基础设施费用十分高昂。为了扩大生产，AT&T公司只能去发行新股和借债融资。

汤姆森公司旗下有很多报纸，并且这些报纸在当地都是独家经营，赢利丰厚。对于报社来说，在初次投入印刷设备以后，股东无须再拿出大量资金做资本性投入。因此，汤姆森出版公司有充足的资金购买其他报纸，从而使其股东更加富有。

通过对比可以看出，AT&T需要持续的资本投入才能实现价值的增加，而汤姆森公司则不需要这样做，同样也能实现增值。巴菲特喜欢投资的就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汤姆森这种很少更新厂房设备，不需要昂贵而持续的研发费用的消费垄断型公司。例如独家经营的报社、巧克力制造商、口香糖制造商、软饮料公司、剃须刀制造商等。消费者不希望这些公司的产品有任何改变。这些公司现有的生产设备和生产技术完全可以满足消费者的需要，在生产过程中获得的大量现金可以交由管理层自主支配。

6.3.3 衡量留存收益的获利能力：苏宁电器

如果我们能够确定一家公司使用留存收益的获利能力很强，那么我们最好盼望这家公司尽量少分红，把所有收益都用于再投资。因为资金放在公司里的收益率要高于我们自己投资。

相反，如果一家公司核心业务的赢利能力很强，但无法有效地使用留存收益开拓其他业务或者扩大再生产。那么我们最好盼望这家公司尽量多分红，分红后我们可以利用这些资金投资更合理的标的。

上述道理都是显而易见的，但现在的问题是：我们如何衡量一家公司是否可以有效利用留存收益？

（1）可口可乐和通用汽车

为了简单地衡量一家公司对留存收益的利用率，我们可以将公司一段时间内的留存收益和收益增加额作对比。

例如，1983年底到1993年底的10个会计年度中，可口可乐公司的每股收益合计为4.54美元。在此期间，公司一共拿出了1.89美元用于支付股息。也就是说，可口可乐公司每股的留存收益一共有2.65美元（4.54 － 1.89）。这2.65美元可以看做是股东对公司的追加投资。

那么，这2.65美元的追加投资对公司经营作了什么贡献呢？我们可以看到，可口可乐公司的每股收益在1983年是0.17美元，1993年增加到0.84美元，增加额为0.67美元。这意味着管理层利用每股2.65元的追加投资，在1993年获得了0.67美元的收益增长。这笔投资在1993年的收益率为25%。

我们再看通用汽车公司。

同样在1983年底到1993年底的10个会计年度中，通用汽车公司的每股收益累计为37.67美元。在此期间的每股分红累计为22.18美元。二者之差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15.49美元是留存收益，也就是股东对公司的追加投资。但是这笔投资并没有使公司的赢利能力有所增加。相反，通用汽车的每股收益由1983年的5.92美元下降到1993年的2.13美元。也就是说，在1993年，投资者多年追加投资所获得的收益是负数。

通过这样的对比可以看出，单从利用留存收益获利的角度考虑，可口可乐公司在1983年到1993年间的表现要远远强于通用汽车公司。

我们可以再看一下甘尼特公司在这段时间的财务数据。甘尼特公司发行的报纸大约有190多种。其中很多都是一个区域内唯一的一份报纸，拥有垄断优势。巴菲特非常看好这家公司。从1983年到1993年的10年间，甘尼特公司的累计每股收益为20.88美元，累计分红为10.37美元。也就是说公司将10.51美元作为留存收益。这10.51美元的留存收益使甘尼特公司的每股收益从1983年的1.13美元增至1993年的2.72美元，上涨了1.59美元。公司每股股票留存的10.51美元在1993年获利1.59美元，收益率为15%。

（2）苏宁电器留存收益的获利能力

这套衡量留存收益获利能力的方法同样适用于国内的A股市场。只是在计算时我们应该将上市公司送股的因素也考虑其中。

如表6-3所示，假设投资者在2004年持有100股苏宁电器股票，随着公司不断地大比例分红，投资者持有的股票数会快速增加。截至2010年公司分红后，投资者可以累积8100股股票和1828元的分红。而6年间这100股股票在公司中产生的收益总共有14140.5元。

表6-3　苏宁电器的历史分红及每股收益

时间	分红方案	实际持股数量	原持有100股获得的分红	年报数据中的每股收益	原持有100股的实际收益
2004年报收益	—	100	—	1.95	195
2004年终分红	10送10派1元	200	100	—	—
2005年股改	10送2.5	250	0	—	—
2005年中分红	10送8	450	0	—	—
2005年报收益	—	450	—	1.05	472.5
2006年中分红	10送10	900	0	—	—
2006年报收益	—	900	—	1.00	900
2006年终分红	10送10	1800	0	—	—
2007年报收益	—	1800	—	1.02	1836

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时间	分红方案	实际持股数量	原持有100股获得的分红	年报数据中的每股收益	原持有100股的实际收益
2007年终分红	10派2元	1800	360	—	—
2008年中分红	10送10派1元	3600	180	—	—
2008年报收益	—	3600	—	0.74	2664
2008年终分红	10送5派0.3元	5400	108	—	—
2009年报收益	—	5400	—	0.64	3456
2009年终分红	10送5派0.5元	8100	270	—	—
2010年报收益	—	8100	—	0.57	4617
2010年终分红	10派1元	8100	810	—	—
合计/终值		8100	1828	—	14140.5

按此计算，苏宁电器的留存收益一共有12312.5元（14140.5 — 1828）。得益于这部分留存收益，苏宁电器的公司利润增加了4422元（4617 — 195）。留存收益在多年间的收益率为36%。

6.4 长期持有的重点在哪里

6.4.1 截断亏损：在判断错误时卖出股票

即使是“股神”巴菲特，在投资时也偶尔也会判断失误。不过他从不忌讳提起自己的投资失误。

传言在巴菲特和赵丹阳的天价午餐上，曾经有这样的一段对话。

赵丹阳：“如果所买的股票一直不涨怎么办呢？”

巴菲特：“持有，等它涨。”

赵丹阳：“如果一直不涨呢？”

巴菲特：“买错了。”

巴菲特曾经多次承认自己的错误投资。这些错误虽然给巴菲特带来不少金钱损失，但是他一直很庆幸自己的声誉没有因此而受损。投资者至今仍信任巴菲特的原因之一是他总能正确地面对投资失误，并且尽快结束这些交易。

在投资过程中，很多投资者都会抱着已经亏损很多的股票等待。他们坚持认为自己的判断没有错误，只是当前行情不好，这些股票有一天可以回到原来买入时的价位。这种等待的过程充满希望，但其结果往往让人绝望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者迟迟不肯承认自己投资失误而卖出股票的原因主要有以下几个。

➲ 自己骗自己

每个投资者都应该精确记录自己的投资收益和损失。但是很多人因为害怕损失，总是喜欢修改各种数字来骗自己。最典型的例子就是在低位加仓买入，认为可以减少损失。例如在20元价格上买入100股。当股价下跌到10元后，很多股民天真地认为这时再买入100股就可以使自己的持股成本变成15元。这样每股损失就减少了一半。但无论怎么算，投资者已经损失了1000元。

➲ 盲目追随大师

巴菲特学习了格雷厄姆和费雪两位大师的投资理论，并且将这些理论付诸实践，最终取得成功。作为普通投资者，我们自然应该学习这些大师的投资理论，但决不能盲目遵从。

例如有投资者看到巴菲特买入中国石油，知道了中国石油是伟大的公司。于是在48元上方追高买入，套牢后就安慰自己这是巴菲特看好的股票。

我们应该研究大师的操作思路，知道他们看中了这些股票的什么潜力。通过研究，我们也可以知道自己需要的到底是什么股票，之后建立自己的操作方法。

➲ 等待解套

很多投资者在股票套牢后都会找出各种理由来说服自己、把各种消息都看作重大利好，认为股价很快就会涨回原来的价位。其实，巴菲特也犯过类似的错误。

在关闭伯克希尔的纺织厂后，巴菲特曾经坦言，自己完全有理由在更早的时候关闭这家工厂，但他宁愿相信那些不去关闭它的理由。事实证明，这种想法是十分荒唐的。

6.4.2 见好就收：在情况变坏时卖出股票

巴菲特认为，股票价格不可能永远高于其内在价值。当股价远远超出其内在价值时，投资者要克服贪婪情绪，懂得见好就收。按照价值投资的理论，投资者在两种情况下应该卖出手中的股票。

（1）股票价格被严重高估

巴菲特认为，当一只股票价值被严重高估时，我们应该毫不犹豫地将其卖出。

例如，有一家公司的赢利能力非常优秀，过去10年每年都能获得20%以上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的赢利增幅。同时这家公司拥有卓越的“经济特许权”。这能保证公司在未来10年还可以保持每年20%的赢利增幅甚至更多。更加可喜的是，这家公司刚刚经过一次危机。公司长期发展虽然没有受到影响，但股价下跌到只有净值的80%。按照巴菲特的理论，我们应该毫不犹豫地买入这家被低估的优秀公司股票。

但是当我们买入几年后，市场陷入疯狂，这家公司的股价上涨了100倍。这时虽然公司基本面依然优秀，但我们仍然应该将其卖出。因为这样的股价涨幅已经透支了公司未来几十年的业绩。即使这家公司的业绩如我们所愿高速发展，其未来股价的表现也很难体现高增长性。

巴菲特有句名言：“在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。”当市场陷入恐惧，股价被普遍低估时，他会大量购入便宜的股票。当市场充满投机氛围，大量股票被高估时，他也会趁机卖出股票。巴菲特深知：股票市场永远在重复着从高估到低估、又从低估到高估的循环。正是这种高估和低估的循环使他积累了大量财富。

从1957年到1968年，是美国证券市场狂热的10年，道·琼斯工业指数连番上涨，投资者都处于一种狂热的贪婪中。有一位资产超过10亿美元的共同基金投资经理，在1968年初开办一种新型咨询服务项目时说：“对于证券的研究必须按分钟来进行。”

尽管巴菲特合伙公司在这段时间的收益率高达31.6%，但是这样的市场氛围还是让巴菲特感觉很不舒服。他担心股票市场会因为投机气氛过浓而崩盘。

巴菲特在1968年7月11日的一封信中指出：当时的股票市场无论是发起人，还是高级雇员、职业顾问、投资银行家、股票投机者，几乎所有人都能从中狠狠地赚到一大笔钱，可是他很担忧这些行为已经为股市埋下了隐患，而且这种隐患随时都会爆发。

1970年，巴菲特做出了惊人的决定。他解散了巴菲特合伙公司。在他看来，人们对股票市场的估价太高，他已经不知道如何投资了。当然，巴菲特解散这家公司还有另外一层原因，当时要求加入的人越来越多，这家合伙公司已经无法应付。

无论是因为什么原因，巴菲特神奇地躲过了之后的灾难。1973年至1974年，市场就如巴菲特担心的那样崩盘，如图6-3所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

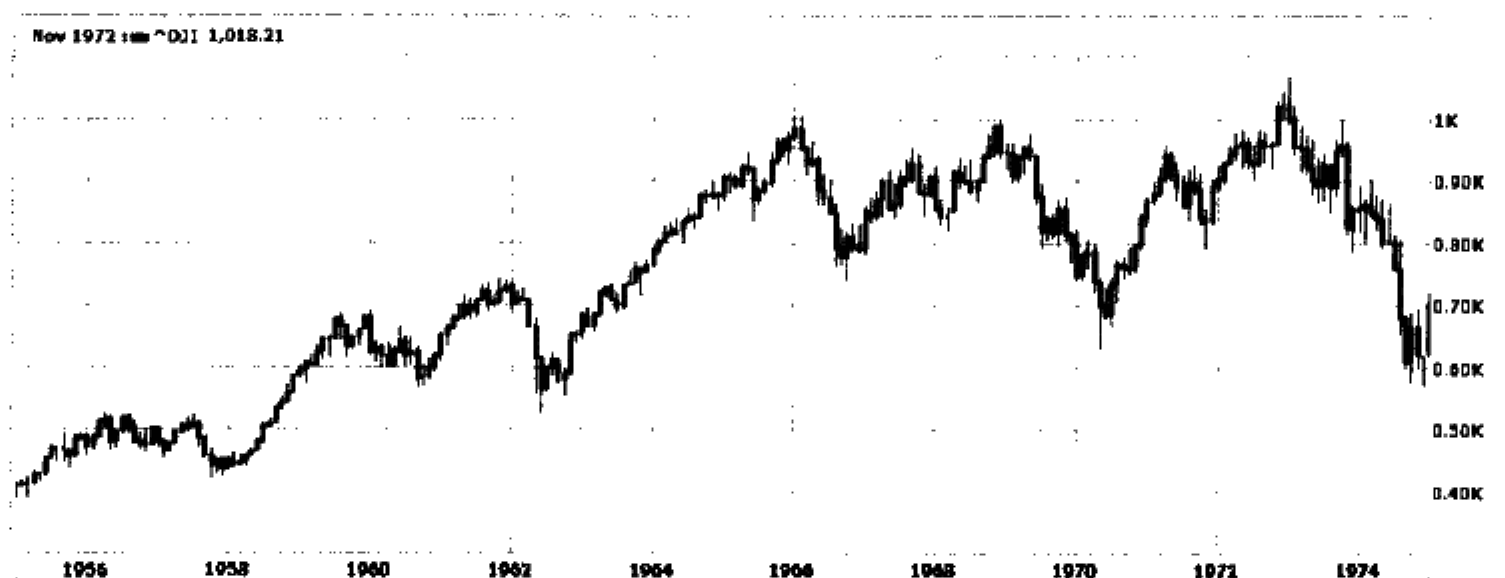


图6-3 道·琼斯指数1955年至1975年的走势

（2）公司的基本面变坏

当一家公司基本面已经变坏，不再具备投资价值时，我们应该果断将其卖出。

一家公司的基本面发生变化，可能是由多种原因造成的。这些原因可能是宏观经济下滑，行业竞争加剧或者管理层的决策失误。如果这种变化带来的是短暂风险，并未影响到公司长期的竞争优势，那我们可以坚定地继续持有。但如果公司持续竞争优势受到影响，已经不具备投资价值，那我们就应该果断地将其卖出。

1995年，巴菲特开始购入迪士尼公司股票。他认为迪士尼有着与喜诗公司一样的赢利模式——以更高的价格卖出更多东西。每个妈妈看到迪士尼的影像制品时，都会产生一种特殊的感情。而当他们看到环球影片公司（Universal Picture Co.）或者20世纪福克斯公司（20th Century Fox）的影片时，就很难有这种感觉。

但是在巴菲特买入后的几年，迪士尼公司并没有关注核心业务，而是将巨额资金投入了诸如搜索引擎之类的网站，还收购了几家亏损公司。这些行为让巴菲特感到不安。他认为这些决策已经影响到了公司的持续竞争优势。到2000年，巴菲特已经几乎清空了他持有的迪士尼股票。在当年的股东会上他说："我们对这家公司的竞争力特征有一种看法，现在这个看法变了。"

6.4.3 砍除野草当做花朵的肥料

当市场上出现一只更好的股票，而我们手中的股票又持续低迷时，可以考虑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将股票换掉。虽然巴菲特一直强调长期投资，但他每年公布的投资组合中，总有一些股票被剔除，也会有新的股票被加入组合。对于投资者来说，卖出平庸股票而购买优秀股票的行为就像是砍除野草当做花朵的肥料一样，是理所当然的。

2008年是巴菲特自1965年接手伯克希尔公司以来赢利最差的一年。公司投资的账面损失达到了9.6%，账面价值损失高达115亿美元。不过相对标准普尔指数27.4%的跌幅以及同行的表现来讲，巴菲特的成绩仍然是鹤立鸡群。

尽管这样，78岁的巴菲特毫不避讳自己的错误，他在致股东的信中说："2008年，我在投资方面干了不少蠢事。我至少犯了一个重大错误，还有一些不那么严重的错误，但也造成了不良后果。"

"一些不那么严重的错误"，其中包括巴菲特贪图便宜购买了两家银行的股票。随着金融危机扩大，这两家银行的状况也在不断恶化。

"一个致命错误"，是指巴菲特对能源价格走势判断失误，在2008年大举增持美国康菲（Conoco Phillips）石油公司。根据巴菲特旗下公司披露的文件，2008年3季度末伯克希尔成为了康菲石油的第一大股东。随着"能源价格的戏剧性下跌"，这笔投资给伯克希尔造成了数十亿美元的损失，如图6-4所示。后来，巴菲特果断减持了康菲石油的股票。



图6-4 康菲石油（NYSE：COP）2008年至2009年的走势

当然，巴菲特减持康菲石油的原因肯定不是"能源价格的戏剧性下跌"。这种短期因素不会影响到他的投资决策。他这次减持的目的是为了"砍除野草当做花朵的肥料"。

康菲石油是一家国际能源公司，在2008年《财富》世界500强公司中排名第10。以1998年到2007年的财务数据看，康菲石油赢利能力比同行业的埃克森美孚公司（Exxon Mobil）并不差太多。而且与后者相比，康菲石油赢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利的增长速度更快，如表6-4所示。

表6-4 康菲石油和埃克森美孚赢利能力对比

年份	毛利率（%）		净利率（%）	
	康菲	美孚	康菲	美孚
1998年	23.6	61.8	2.0	5.4
1999年	24.7	58.5	4.4	4.3
2000年	31.2	53.2	8.8	7.6
2001年	27.5	56.8	6.9	7.2
2002年	25.2	55.5	-0.5	5.6
2003年	29.0	47.8	4.5	8.7
2004年	28.7	45.5	5.9	8.5
2005年	27.2	42.8	7.4	9.7
2006年	31.4	43.8	8.2	10.5
2007年	31.0	42.8	6.1	10.0

更加重要的是，在2008年康菲石油的市净率只有0.76倍。同期埃克森美孚的市净率达到3.1倍，另一家美国本土石油公司雪佛龙（Chevron）的市净率也达到1.7倍。巴菲特正是看中了这家公司出色的赢利能力和被低估的价格。

按照巴菲特的理论，康菲石油虽然算不上同可口可乐一样伟大的公司，但也属于优秀的公司。那巴菲特为什么最终大量减持康菲石油呢？至少这个问题的答案不是所谓的“能源价格的戏剧性下跌”。

我们可以查看伯克希尔此后一段时间的操作。2008年年底，巴菲特连续买入了高盛、通用电气等几家公司的优先股。这些投资总共花掉了他超过100亿美元。即使是巴菲特，估计也不会随时在手中留着上百亿美元的资金。巴菲特抛出康菲石油的目的，很可能是要筹集购买这些优先股的资金。因为这些优先股的回报太诱人了，所以他抛出了前景相对暗淡的康菲石油。与康菲石油同时遭到减持的还有宝洁、强生等股票。

巴菲特砍掉了康菲石油等“野草”股票，用以作为高盛、通用电气这些“花朵”的肥料。正因为如此，巴菲特才能多次在公开场合骄傲地说：“在这个世界上，你很难找到第二个人能给你开出上百亿美元现金的支票。”实际上，很多人并不是没有这个实力，而是他们固执地将自己的资金放在那些“野草”资产上，放弃了种植“花朵”的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章 ▸▸▸

巴菲特的抗通胀策略：消费垄断优势

通货膨胀相当于对投资者的收益额外征收了一次所得税。很多投资者像是在下行的电梯上拼命往上奔跑一样，最后的结果可能是越跑越往后退。

——巴菲特



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.1 什么是通货膨胀

7.1.1 通货膨胀因何而起

如果要想彻底理解巴菲特的投资哲学，我们必须清楚什么是通货膨胀，以及它因何而起。西方经济学对通货膨胀的定义多种多样，目前被大多数人认可的通货膨胀定义如下。

通货膨胀指在纸币流通条件下，因货币供给大于货币实际需求，也即现实购买力大于产出供给导致货币贬值，而引起一段时间内物价持续、普遍上涨的现象。

为了更好地理解通货膨胀的定义，我们可以先看一个故事。

假设有一个完全封闭的小岛。最初这个岛上的人们进行的是实物交易：两头猪可以换一头牛，三斤小麦可以换五斤鱼，一把犁可以换一次理发。后来人们发现这样的物物交易很麻烦，例如我家有一头牛，“市场价”是一头牛换两头猪，但是我家现在只需要一头猪，剩下一头猪怎么办呢？为了解决这个问题，需要一种统一的媒介来交易所有东西。这个媒介在经济学中叫做通货，俗称货币。

对于生活在小岛上的人来说，贝壳是最适合做通货的东西。一是贝壳质地轻盈，便于携带。二是贝壳不会变质，便于储藏。于是，人们开始用贝壳来交易所有的东西，例如一头猪卖500个贝壳，一头牛1000个贝壳。拿一头牛换到一头猪后还可以剩下500个贝壳存起来。需要的时候拿来换小麦，或者去理发都可以。

小岛上使用的贝壳和我们使用的货币大致相同。今天我们可以发现，与财富有关的汉字，大多都有一个“贝”字旁。这可以说明我们的祖先的确就是以贝壳作为通货的。

只要人们开始使用通货，通货膨胀就有了存在的基础。

假设这个小岛上总共有100万个贝壳在流通。这些贝壳每年平均被使用一次。那么可以轻松算出来，小岛上人们每年交易的总价值就是100万。这100万包括猪牛、羊、鱼、篱笆、扫帚，还有洗澡理发等等所有交易。在此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期间，市场上的贝壳数量和商品数量都不会改变，商品的价格也就不会有太大波动。

突然有一天，海啸来了。小岛上的村子被严重破坏。所有东西都损失了一半。但100万个贝壳丝毫没有损失。于是一个必然的现象就是物价上涨。原来一头猪卖500个贝壳，这时很可能上涨到1000个贝壳。原来理发要2个贝壳，这时可能要4个。

但物价上涨还没有结束。当海啸结束后人们发现，海滩上留下了大量的贝壳。大约有100万个。这就意味着市场上流通的贝壳数量会上涨一倍。于是，物价继续上涨。一头猪开始卖到2000个贝壳。理发则需要8个贝壳。

这种流通中通货数量与商品实际总价值之间比值加大的现象就是通货膨胀。

“通货膨胀”这一词语来源于美国的南北战争时期。在战争期间，北方联邦政府为了支付战争费用，开始大量印制“绿币”（Greenback）。这种货币的发行额大约4.5亿美元。货币的大量发行造成北方政府控制地区物价水平上涨到战前的1.8倍。相应的，绿币的价值迅速下跌。这种流通中通货数量急速膨胀的现象就叫做通货膨胀。

在北方政府发行“绿币”的同一时期，南方政府制造了更大的通货膨胀。因为南方拥有的融资手段远远少于北方政府，他们被迫发行更大规模的纸币来支付战争费用。这使南方的经济完全失去控制，发生恶性通货膨胀。到战争结束时，南方政府控制地区的物价水平是战前的90倍。

近代以来，世界上最严重的通货膨胀发生在第一次世界大战后的德国。德国的货币供应量在第一次世界大战前约为60亿马克。为了应对战争花费，到1918年11月17日停战时，德国的货币总量已增至284亿马克，是战前的4.73倍。战后，德国为了还清战争赔款开始无节制地发行货币。1923年年底，德国的货币发行量已经达到天文数字，相当于战前的1280亿倍。

在此期间，德国的货币急速贬值，物价飞涨。人们经常提到的一个例子是德国报纸价格的变化。1921年1月每份报纸的价格为0.3马克，随后上升为1922年5月的1马克、1922年10月的8马克、1923年2月的100马克直到1923年9月的1000马克。在1923年秋季，物价开始急速飙升。一份报纸的价格在10月1日为2000马克，10月15日12万马克，10月29日100万马克，11月9日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500万马克，直到11月17日，一份报纸的价格已经上涨到7000万马克。

7.1.2 巴菲特眼中的通货膨胀

巴菲特并不关心短期内的经济走向。他不关注失业率、利率和汇率的数据，也不会因为政府政策而改变自己的投资策略。不过，巴菲特非常关注通货膨胀的水平。因为通货膨胀会直接影响到公司的收益水平。

如果将公司比喻成跑道上的赛马，那宏观经济走向就像是天气、风向等因素。这些因素虽然会让赛马跑得时快时慢，但长期来看优秀的赛马最终会率先到达终点。如果考虑通货膨胀的因素，情况就不是那么乐观了。在通货膨胀条件下，跑道将是一条不断向后移动的传送带。如果这个传送带移动的速度太快，即使最优秀的骏马最后也不一定能到达终点。

在巴菲特眼中，他始终认为通货膨胀是一个政治现象而非经济现象。而且这个问题注定会长期存在。“因为迄今为止，仍然没有严格限制政府支出的政策。钞票的不断印刷推动通货膨胀率越来越高。”巴菲特认为，虽然他不能准确推算高通货膨胀何时出现。但他能够确定政府的财政赤字和不断增加的贸易赤字会不可避免地导致通货膨胀。

第一，财政赤字引发通货膨胀。

财政赤字也就是一个国家的政府支出大于收入的部分。当政府的支出大于收入时，就产生了赤字。历史证明，美国政府更倾向于发行更多货币来解决赤字问题。而货币增发必然导致通货膨胀。例如南北战争时期，无论南北政府都通过新发行货币的方式支付军费。最终双方管辖地区都发生了通货膨胀。只不过南方政府发行的货币更多，南方地区的通货膨胀也更严重。

虽然巴菲特认为财政赤字不可避免地会导致通货膨胀，但他对此并不是特别担心。他相信现在的美国政府还算明智。他们不会为了填补政府赤字来推动太大规模的通货膨胀。这个因素对股票市场的影响终究会比较有限。但对于贸易赤字，巴菲特就不是那么乐观了。贸易赤字引发通胀的过程比较复杂。

第二，贸易赤字引发通货膨胀。

从20世纪80年代开始，美国的进口总额超过出口。也就是美国人不仅消费了本国生产的产品，还消费了大量国外产品。在消费这些产品时，美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向国外发行了各种各样的借款单，包括美国政府债券、公司债券和外国人在美国银行的存款。这些借款单一直在以惊人的速度增长。因为美国是世界上最富强的国家，人们暂时不会怀疑它偿还借款的能力。但借款最终还是要归还。而且美国政府决不愿看见别人拿借款单来交换美国各种各样的资产。

一个国家处理债务最简单的方法就是提高国内的通货膨胀水平。现在看来，美国政府也十分倾向于使用这一方法。例如30年前，美国借款买来一船钢铁，借款期30年。当时这些钢铁值一架波音客机。美国政府当然不愿看到别人拿借款单来换自己的客机。于是它开始推动通货膨胀，让物价贬值。经过30年的通货膨胀，现在这笔借款连本带息可能只够买一辆福特汽车了。巴菲特曾经说过："对债务国而言，通货膨胀是一种氢弹级的经济武器。"

一旦美国采用通货膨胀手段来逃避国外债务，那么因此遭受损失的将不仅仅是国外借款人。高通货膨胀率会增加上市公司的赢利负担。为了使投资者真正获利，上市公司必须获得比通货膨胀率和税收加起来还要高的收益率。这是非常困难的事情。

在巴菲特眼中，通货膨胀相当于在法定的税收之外又征了一次税。而且通货膨胀要比真正的税收更加可怕。税收只是对个人收入做除法，不会使正收益变成负值。而通货膨胀能够做到这点。因为它是对收入做减法。可能表面上投资者取得收益，但考虑到通货膨胀后，实际上是亏损的。

例如，有位投资者投资1000美元，年收益率10%，即一年赚100美元。假设汉堡价格是2美元，这笔投资的本金相当于500个汉堡。

在此后一年中，如果通货膨胀率为0，即使所得税税率高达90%，一年后投资者仍可以获得100×（1－90%）＝10美元收益。本息和为1010美元。这相当于投资者用一年时间赚到了5个汉堡。

下面我们把通货膨胀算进来。在不缴纳所得税的情况下，投资者年末可以有1100美元。但这只是纸上财富。一旦通货膨胀率达到10%，汉堡价格会上涨到2.2美元。投资者年末的实际财富仍然是500个汉堡。这一年的收益为0。万一通货膨胀率达到11%，汉堡价格上涨到2.22美元，投资者年末的购买力实际只剩下大约495个汉堡。也就是说，这一年的投资反而亏损了5个汉堡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.2 通货膨胀吞噬投资利润

7.2.1 通货膨胀使长期投资缩水

在通货膨胀的情况下，公司财务报表所记载的盈余已经不是股东们实际赚取的。公司的股东应该用实际购买力来衡量自己真正的收益。假设当初你放弃享受100个汉堡而用这笔钱来进行投资，这笔投资的收益足够让你买10个汉堡。但因为通货膨胀，你的本金最终拿回来时，只能买90个汉堡。那这项投资实际上并无所得。用巴菲特的话说就是；“你可能觉得更有钱，但你不一定能吃得更饱。”

高通货膨胀率相当于对投资者的收益额外征收了一次所得税。而通货膨胀比所得税更可怕的地方在于，高通货膨胀率可能使表面上的正收益变成实际的负收益。考虑到这一点，很多投资行为都无助于投资者的财富增加。

对这种通货膨胀吞噬股东财富的现象，即使“股神”巴菲特也无可奈何。

在1979年的股东会上，一位长期持有伯克希尔股票的投资人指出：“1964年年底，我在伯克希尔公司投资的净值约可换得半盎司黄金。15年来，你们夜以继日地努力工作，换来了20%的年复合增长率。但现在我的账面净值仍旧只能换半盎司黄金。从这个意义上说，我在伯克希尔的财富根本没有增长。”

对于这个问题，巴菲特表示自己也无能为力。他回答道：“这个问题的关键在于我们的政府。他们只会印钞票及画大饼。这使得通货膨胀严重。通货膨胀实际是决定股东回报的关键因素。我们只能继续努力地管理公司内部事务，争取为投资者赚取更多收益。但大家必须理解，外界的通货膨胀强烈地影响着公司股东获得的真实回报。”

从这段对话中可以看出，巴菲特认为通货膨胀对投资者真实回报的影响极大，但上市公司的管理者除了尽量为股东赚取利润外，对通货膨胀问题几乎毫无办法。在1980年致股东的信中，巴菲特对通货膨胀和投资者收益之间的关系作了更详细的说明。

通货膨胀相当于对投资者的收益额外征收了一次所得税。很多投资者像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在下行的电梯上拼命往上奔跑一样，最后的结果可能是越跑越往后退。举例来说，假设一位投资者的年税后收益率为20%（这大概是伯克希尔的报酬率，多数公司达不到这个水平），当年度的通货膨胀率为12%时，我们会发现这位投资者的实际收益率已经降到很低的水平。

总之，在不存在通货膨胀的时候，即使所得税率高达90%也不会使一项本来赚钱的投资变成亏钱。但通货膨胀却能够使大部分股票的实际投资收益率由正转负。投资者账面上的获利早已经被隐藏的通货膨胀吞噬殆尽。

通货膨胀对我们的投资获利实在是一个大问题。但就像是去年我们所说的一样，对这个问题我们没有任何解决办法。明年我们的回答可能还是如此。

7.2.2 股票投资也不能幸免

（1）股票实际是一只“股权债券”

通货膨胀会吞噬掉投资者的收益。而有的投资者认为，债券投资在通货膨胀时期贬值是毫无疑问的事情，但股票投资可以回避通货膨胀的影响。

他们认为，债权贬值是因为这种证券的本金和收益都是以美元支付。在美元不断贬值的通货膨胀时期，债权贬值是毫无疑问的事情。但是，股票投资是不同于债券的。投资者买入股票后实际是拥有了上市公司的一部分资产。无论美元怎样贬值，这部分资产都能保持其实际的价值，其赢利能力也不会改变。因此持有股票可以有效地对冲通货膨胀贬值。

1977年，巴菲特在《财富》杂志发表了一篇名为《通货膨胀如何欺诈股票投资者》的文章，驳斥了这种观点。

巴菲特经过调查后发现，通货膨胀会吞噬所有投资项目的利润，股票投资也不能幸免。在他看来，很多人都主观地认为债券收益固定，而股票收益会随着通货膨胀不断增加。但实际情况是，股票收益在长期来看也是基本稳定的，并不会与想象的一样随通货膨胀大幅增加。

在二战结束后的首个10年（1945年至1955年）间，道琼斯工业指数成分股的投资回报率是12.8%。战后的第二个10年，这个数字是10.1%。第三个10年，是10.9%。

为了获得更准确的数据，巴菲特进而扩大统计范围。他又对财富500强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司进行了同样的分析。统计数据显示了相同的结果。从1955年开始的首个10年，财富500强公司资本回报率是11.2%，之后一个10年的数据是11.8%。

根据这份调查结果，巴菲特并没有发现通货膨胀与公司收益之间有什么必然的联系。无论通货膨胀水平高低，股票的长期投资回报率大概都是12%左右。因此，投资者也完全可以把自己手中的股票看成是一种有利息的“股权债券”。

巴菲特曾经比喻说：“股票就像是穿着股权证书华丽外衣参加华尔街化装舞会的一种新的债券——股权债券。”买股票的人和买债券的人一样，只要他们得到的是固定的内在收益，就不得不忍受通货膨胀带来的资产贬值。

此外，股票投资甚至不如一般债券。股票投资者并不只是买入股票后就一直持有。他们会不断地买卖交易，企图战胜其他投资者，在公司收益的蛋糕中分得更大一部分。不过长期看来，这种斗争完全是无效的。除了让投资者负担更多的成本外，频繁地交易股票没有任何意义。频繁交易的唯一好处是可以供养一些额外的中介。巴菲特说：“一个活跃的期权市场的引入根本无法增加美国公司的生产率，只不过是产生了给这个赌场配置数以千计的人手的需求。”

（2）股票和债券的区别

虽然巴菲特将股票称为“股权债券”，他还是承认股票和债券之间有很大不同。投资者不应该简单地将股票等同于债券。只是长期来看，二者之间的区别并不会给股票投资者带来太多好处，特别是在通货膨胀时期。

股票和债券之间最大的区别是投资的自由性问题。

债券投资者每年可以获得现金利息。而且所有债券最终都会到期。可能有的债券期限很长，但投资者迟早能拿回本息。等债券到期后，投资者就可以获得与借款人再次谈判的机会。如果通货膨胀率上升，借款的利率自然会提高。

与债券投资相反，股票是永久的投资。你可能说自己买入股票后明天就能卖出，但是如果把所有股票持有者看成一个整体，我们就不能退出了。我们只能无限期地持有，直到公司破产。长期来看，股票投资虽然每年都会获得大致12%的收益，但这些收益中有一部分会被公司留用并重新投资，继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得12%的年收益。只有一部分能以现金红利的方式返回投资者手中。

股票的这种赢利再投资的特性，是好消息也是坏消息。这取决于那12%的收益率与债券收益率相比有多么诱人。在20世纪50年代到60年代早期，债券收益率只有3%～4%。股票投资12%的收益率的确十分诱人。投资者在市场上无法再找到比12%更高的年收益率。于是大量资金开始购买股票，股价持续上涨。

此时留存收益的价值就显现出来。每年留存在公司的收益相当于投资者以净资产价格购买了公司股票。而这家公司的市场价值已经远远超过其净资产价值。与留存收益相比，现金分红显得毫无价值。一只股票能够有更多的赢利留存，继续赚取12%的回报，投资者就愿意以越高的价格买入。

这个时期的股票相当于一个无偿还期、年息12%的“股权债券”。这个债券还有一个特殊属性，能够把利息收入的大部分用来继续购买同样年息12%的债券，购买价格是远低于市价的票面价格。与这种“股权债券”相比，当时的债券平均利润只有4%左右，而且没有以低价继续投资的属性。于是，“股权债券”受到投资者追捧是非常自然的事情。当然，投资也要为此付出更高的价格。道·琼斯工业指数的市净率由1946年的1.38倍上涨到1966年的2.2倍。

在此期间内，股票投资者享受了三重收益：第一，远超过债券收益的投资回报；第二，投资收益被继续投入，继续赚取收益；第三，当大量投资者开始买入时，股票价格持续上涨。

如果就此认为股票投资可以持续获得高额回报，并且能回避通货膨胀影响那就错了。当股价上涨后，后来的投资者根本无法获得那么高的收益。例如票面价值100美元的“股权债券”，票面利率为12%。如果投资者以200美元购买，相当于利率只有6%。而前边说的市净率2.2倍相当于投资者必须用220美元购买实际价值100美元的“股权债券”。

更严重的问题是，20世纪60年代中期美国进入一个加速通货膨胀的时期。越来越高的通货膨胀率迫使政府不断抬高利率。长期公司债券利率一度上涨到10%左右。与之相比，股票12%的回报率和再投资优势都显得不那么有吸引力了。于是，股票价格开始掉头向下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀会使债券利率被抬高，而股票市场的收益率相对稳定。当债券利率和股票收益率之间的差距缩小时，大量投资者就会逃离股票市场，进而造成股价下跌。但如果将股票投资者作为一个整体，他们是无法逃离的。因为有人卖出就意味着有人必须买入。这时，股票持有者只能获得每年12%的收益，还要忍受不断买卖股票带来交易成本和股票估值水平的持续下跌。

因此在长期来看，股票投资根本无法回避通货膨胀带来的冲击。

7.3 通货膨胀中的消费垄断优势

7.3.1 通货膨胀使上市公司受损

很多投资者都认为股票投资是回避通货膨胀很好的方法。他们认为，随着生产成本上涨，公司会很自然地把这些负担转嫁给消费者，从而获得更高收益率。

但巴菲特不同意这种观点。他认为，一家公司想要提高收入只有五种方法，分别是：提高资产周转率，增加经营利润，减少纳税，提高财务杠杆比率和使用更便宜的财务杠杆。不过在通货膨胀的环境中，以上五种方法都无法有效提高公司的收益水平，如图7-1所示。

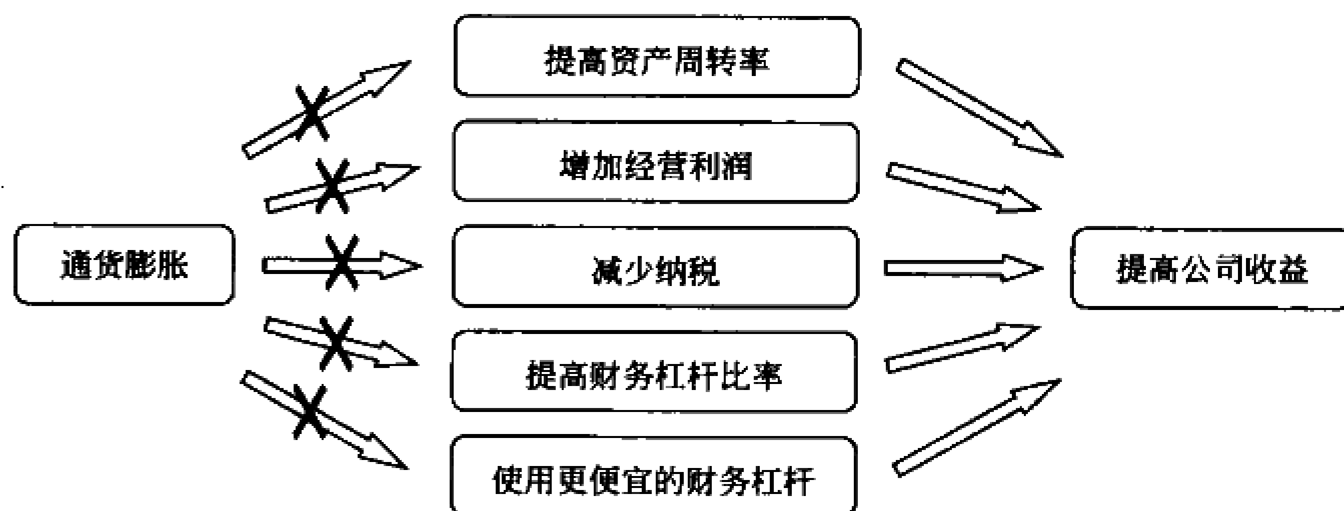


图7-1 通货膨胀无助于提高公司收益

巴菲特曾经对这五种方法逐一进行了分析。

（1）提高资产周转率

周转率是衡量一项资产在一年内周转次数的指标。具体来说，一家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产周转率可以分为应收账款周转率、存货周转率和固定资产周转率三个类别。

首先，应收账款周转率是销售收入与应收账款的比值。通货膨胀可能会造成公司的销售额增加或是商品价格提高。但这些因素的结果往往是销售收入与应收账款同步增长。从这个角度考虑，通货膨胀实际对应收账款周转率的提高并没有好处，也就无法改善净资产收益率。

其次，存货周转率是公司销售成本与平均存货余额之间的比率。理论上讲，公司如果使用后进先出法为库存产品计价（在每批存货入库成本不同的情况下，核定存货成本的方法之一。即假定后入库的被先发出，存货按照最早入库的成本计价），其名义的存货周转率可能会因为通货膨胀而有所提高。这可能改善公司的净资产收益率。但巴菲特认为这只是会计上的把戏。根据他的调查结果，在1975年的前10年内，财富500强公司的存货周转率仅从1.18%上升至1.29%。这段时间的通货膨胀对存货周转率的影响并没有想象中那么明显。

第三，固定资产周转率是公司销售收入与固定资产净值的比率。当通货膨胀速度加快时，公司销售额可能会大幅增长，但固定资产净值的增加幅度有限。这可以提高公司固定资产周转率，进而改善公司业绩。但是这种改善是非常短暂的。公司一旦在较高的物价水平上重新购置固定资产，固定资产周转率就会明显下降。

（2）增加经营利润

公司利润由公司收入减去公司成本得出。多数投资者，包括公司的管理者，都认为通货膨胀可以帮助公司提高经营收入，只要控制好成本，就完全可以增加公司收益。

巴菲特指出，在通货膨胀过程中控制成本并不是一件容易的事情。虽然产品售价上升，但是成本增加的速度可能会更快一些。公司赢利的提升空间十分有限。

除了税收的负担外，公司的成本主要是原材料、能源和劳动成本。在通货膨胀时期，这些成本都会相应增加。根据联邦贸易委员会（FTC）的统计数据，美国大多数制造业公司在1956年至1965年取得了年均8.6%的税前销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售利润率。到通货膨胀比较严重的1966年至1975年，虽然公司产品售价上升，但这些公司的年均税前销售利润率下降到8%。也就是说公司成本的增加幅度比销售收入的增加幅度还大。

（3）减少纳税

很多投资者想当然地认为在通货膨胀时期，政府会降低税赋来帮助公司渡过难关。在巴菲特眼中，这样的想法太天真了。

为了说明税收的问题，巴菲特把投资者手中的股票统称为D级股票。与之相对应的A、B、C级股票分别被联邦政府、州政府和地方政府持有。A、B、C级股票的所有者虽然不持有公司的资产，但他们有权在公司收益中提取很大一部分。这就是税收。当他们这样做的时候，D级股票股东所获得的收益自然就少了。更重要的是，这种提取税收的比例完全由A、B、C级股票的股东自己决定。

当通货膨胀到来时，A、B、C级股票股东也会面临和我们同样的问题。他们不增加税赋就不错了，根本不可能减少自己所占有的份额。因此，D级股票股东不能在这方面奢望太多。

（4）提高财务杠杆比率和使用更便宜的财务杠杆

财务杠杆是指公司在经营过程中适当负债，给投资者带来额外收益的效应。例如一家公司经营项目的年收益率是20%。股东总共投入1000万。如果公司再以10%的年利率借入1000万。那这家公司的年收益就有300万（2000×20% −1000×10%）。股东的收益率为30%，超过了公司经营项目的实际收益率。

提高财务杠杆比率也就是增加公司负债水平。理论上，这的确可以增加投资收益率。但实际情况是，优秀的公司很少会有大量贷款需求。相反，只有那些在赢利和亏损间挣扎的公司才总是排在银行窗口的最前面。在通货膨胀中大举借贷的公司多数都业绩低下，资金周转速度慢。而且更可能出现的情况是：一家公司会为了资金而大量借贷，也会为了资金减少对股东的红利支付。

使用更便宜的财务杠杆也就是寻找更低利率的贷款。这也可以增加公司收益率。但是在通货膨胀的环境中，借款人需要面临更大的资本升值压力。利率会被不断提高。因此，在通货膨胀时期寻找更低利率的贷款是非常不切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际的事情。

7.3.2 寻找通货膨胀中的优势公司

战国时期的思想家庄子，曾经讲过“庖丁解牛”的典故。

庖丁为文惠君解牛，手之所触，肩之所倚，足之所履，膝之所踦，砉然向然，奏刀騞然，莫不中音。——《庄子·养生主》

在这个典故中，庖丁因为掌握了牛的骨骼脉络，可以轻松将“解牛”这项复杂工作完成得游刃有余。庄子借此比喻人的养生之道。一个人只有像庖丁一样避开矛盾，顺应自然，才能在乱世中保全自身。

巴菲特在股市中经营几十年，经历了多次大大小小的通货膨胀。他自然深知通货膨胀的机理。当通货膨胀到来时，他总能避开那些因通货膨胀大幅亏损的公司。将资金投入受通货膨胀影响不大的公司股票上。巴菲特认为，多数公司都会因通货膨胀而陷入困境。投资者应该避开它们，转而寻找少数受影响较小的公司。

巴菲特将通货膨胀中的公司分为两类。一类是需要大量资本来维持生产，行业内竞争激烈，而公司本身没有什么竞争优势的公司。这类公司更容易受到巨大伤害。另一类是需要较少资本就能持续生产，竞争压力小，本身有消费垄断优势的公司。这类公司虽然也会因通货膨胀遇到一定困难，但并不会有太大损失。

（1）需要大量资金来维持的公司

那些需要大量资金来维持的公司，往往会受到最严重的通货膨胀的损害。当通货膨胀到来时，这类公司所需的原材料、资源和劳动力价格都会大幅上涨。如果行业内竞争激烈，状况就会更加糟糕：公司迫于销售的压力很难提高产品售价。在通货膨胀中，这类公司很多都是亏损经营。

例如航空运输行业，就存在大量这样的公司。航空公司在运营过程中需要大量资本投入，包括飞机、燃料和各种工作人员的费用。在通货膨胀到来时，这些成本都会快速上涨。但航空公司间激烈的竞争使它们难以获得更多收入。甚至在某些情况下航空公司之间还会爆发惨烈的价格战。巴菲特曾经举例说：“在20世纪60年代，从奥马哈到巴黎的往返票价为1000美元。到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90年代，只要500美元。而飞机、燃料，飞行员、地面工作人员、技工、乘务人员以及其他高额成本30年来翻了两倍多。甚至那些味道不怎么样的航空食品的成本都增长了不止4倍。”由于行业内激烈的竞争，航空公司在成本大幅增加的情况下却不得不降低票价。这对公司股东来说绝对不是什么好消息。

（2）需要较少资本就可以持续经营的公司

与航空公司相反，有些公司只需要较少资本就可以持续经营，且产品有一定的消费垄断优势。这类公司有两个特点：一是股本小，但收益不少；二是公司可以根据通货膨胀的情况适当提升产品价格，而且这种提价不会影响产品销量。

在巴菲特看来，这类公司是通货膨胀过程中的最佳选择。这类公司虽然不会因通货膨胀获利，但至少不会在通货膨胀中蒙受额外的损失。喜诗就是这类公司的典型代表。

1972年，巴菲特买下喜诗公司时，这家公司有700万美元的净资产，年收益为200万美元，最终成交价格为2500万美元。根据巴菲特的说法，当时他还有另一个投资选择。那是一家钢铁公司。这家公司的年收益同样是大约200万美元，售价同样是2500万美元，但它的净资产有1800万。

巴菲特最终选择了喜诗。为什么他要花同样价钱购买赢利相当但净资产更少的喜诗呢？其中一个重要原因是他考虑到了通货膨胀。

我们设想所有商品价格在一夜之间翻了一倍。喜诗的优势就显现出来了。

首先，因为生产成本上涨了一倍，两家公司为了维持原来的生产规模必须追加投入与原来净资产相当的资本。喜诗需要追加投入700万美元，而这家钢铁公司需要追加投入1800万美元。可能钢铁公司的机器设备不需要马上购买，但那是迟早的事。

其次，通货膨胀发生后，两家公司必须赚取400万美元才能获得和原来相当的赢利能力。这样最简单的办法就是维持原来销量不变，将售价提高一倍。拥有消费垄断优势的喜诗可以比较容易地做到这一点。但是在竞争激烈的钢铁行业内，想要把售价提高一倍又不影响到产品销售几乎是不可能的。

巴菲特在1983年致股东信中指出，虽然在经济学理论中那些自然资源、厂房、机器或其他有形资产丰富的公司能有效应对通货膨胀，但实际情况却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正好相反。需要很少有形资产支出的公司受通胀伤害最小。

在相同的收益水平下，公司资产越多就意味着其收益率越低。在通货膨胀的环境中，这些公司的运营收益可能还不够维持因为通货膨胀带来运营资本增加的需求，其很难有多余资金来向股东分配利润或者开拓新业务。相比之下，那些经营过程中对有形资产需求较少，持有大比例无形资产的公司在通货膨胀中更容易积累财富。公司持有的大量无形资产能带来持续的收益，而且其价值通常能够与通货膨胀等比例增长。

7.3.3 在通货膨胀中消费垄断优势更重要

喜诗抵御通货膨胀的能力要归功于公司的消费垄断优势。这种优势使公司销售的商品中有很大一部分无形的附加价值。正是得益于此，喜诗糖果只用700万美元净资产就可以获得200万美元的年销售额。另一方面，这种消费垄断优势也保证了产品的提价空间。公司可以将产品售价提高一倍，同时对销售的影响又比较有限。

为了更加清楚地了解消费垄断优势在通货膨胀中的作用，我们可以将一家公司的消费垄断优势理解为一种产品。公司销售每件产品都会捆绑出售的一个这样的产品。例如可口可乐公司附加销售自己公司的品牌优势，而吉列附加销售自己多年积累下来的品质保证，水牛城晚报公司则附加销售自己独有的渠道优势。消费垄断公司的这种“附加”产品有三个特点。

1 每件产品都会捆绑销售

2 这是市场上唯一的产品，也是很多消费者必需的产品

3 得益于第二个特点，公司可以提高这个产品售价而不影响消费需求

在通货膨胀时期，这种“附加”产品的价值会更加明显地体现出来。当一家消费垄断公司受到通货膨胀压力时，它就可以提高这种“附加”产品的售价来缓解生产成本上升的影响。因为消费垄断类产品是消费者必需的，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以公司提价并不会影响到产品销量。

沃尔玛自制Sam's Choice可乐和可口可乐竞争的例子可以说明这个问题。

沃尔玛自己生产了Sam's Choice可乐。这种商品的口感和可口可乐完全相同。我们假设售价是0.5美元。在这里，沃尔玛卖出一瓶可乐就只是卖出了一瓶0.5美元的可乐。

可口可乐也在销售同样口感的可乐。但不同的是，可口可乐有自己的消费垄断优势，即可口可乐的品牌价值。前边说过，这种品牌价值是与公司产品捆绑销售的。可口可乐每卖出一瓶可乐也就相当于卖出两个商品，一是可乐，二是可口可乐的品牌，如图7-2所示。

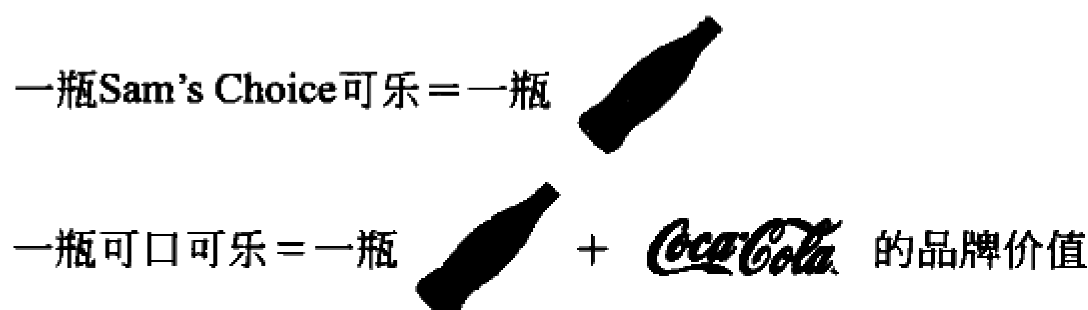


图7-2 Sam's Choice可乐和可口可乐的区别

从售价上说，可口可乐销售的可乐本身与沃尔玛的Sam's Choice可乐没有任何区别，其价格也是0.5美元。但可口可乐的品牌是有价值的。假设可口可乐每瓶卖1美元，就相当于可口可乐公司将自己的品牌价值标价“每瓶0.5美元出售”。因为这种品牌价值对消费者来说是必需品，所以有品牌价值捆绑的可口可乐在消费市场上完胜几乎没有品牌价值的Sam's Choice可乐。

当通货膨胀到来时，可口可乐的这种“捆绑销售”优势会更加明显。在通货膨胀环境下，可口可乐和Sam's Choice可乐的成本都会迅速上升。因为市场上有大量同质商品，可乐这种商品本身的价格难以大幅提高。

对于Sam's Choice可乐来说，这就意味着产品售价难以大幅提高。公司需要在更高的成本下维持每瓶0.5美元的售价。因此，通货膨胀对Sam's Choice可乐的影响是十分巨大的。

而可口可乐公司在通货膨胀中的状况就不会那么糟糕。在通货膨胀中，可乐本身的销售价格可能不会提高，但可口可乐的品牌价值却可以调整。为了应对成本上升，可口可乐公司可以将品牌价值的售价提高到每瓶0.7美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样一瓶可乐的总售价被提高到1.2美元。前边讲过，可口可乐公司的品牌价值对消费者来说是唯一的，而且是必需品。这种产品销售价格的提高并不会对产品销量产生什么影响。

通过这个例子我们可以知道，一家公司的消费垄断优势可以使公司免受通货膨胀影响。这时消费垄断优势可以体现出两个特点。

1 价格迅速传导。当公司判断通货膨胀会带来成本压力时，可以迅速抬高消费垄断优势的销售价格。这种价格提升可以直接加到在产品售价中，迅速转变为公司收益的增加

2 提高价格不会影响销量。因为消费垄断优势在市场上是唯一的商品，而且是消费者的必需品。所以公司抬高消费垄断优势的售价并不会影响到消费者对产品的需求

巴菲特认为，在通货膨胀时期投资者应该更加重视消费垄断公司。当众多公司都因为成本上升而造成业绩下滑时，这些业绩逆势上涨的消费垄断公司肯定会成为投资热点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章 ▸▸▸

巴菲特的短线秘籍：并购重组套利

授人以鱼，可以养他一天；教人套利，可以让他有钱一辈子。

——华尔街谚语



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.1 并购重组的套利机会

8.1.1 套利方程式

（1）什么是套利

众所周知，巴菲特倾向于长期投资。但很多人不知道的是，巴菲特也经常短线套利。他曾经说：“套利这种交易，我做了45年。格雷厄姆做了30年。在套利交易时我必须电话不离左右，还可能要自己去东奔西跑。因为只有这样我才能把握市场动向。现在，除非是我自己看得懂，又有极高的利润，否则我不会再从事这种操劳的工作。我这一辈子可能操作了300笔，或者更多的套利交易。”

套利是什么呢？简单来说，套利就是花1块钱买进东西，同时确定自己在不久可以以2块的价格将这件东西卖出。巴菲特将其比喻为“花40美分买入1美元纸钞的交易”。

证券市场上有很多种套利方法，例如索罗斯最成功的案例是利用宏观经济变化导致的汇率差额套利，而巴菲特更倾向于参与公司重组时产生的套利机会。当管理层将经营业务、财产或者整个公司出售时，可能会将出售所得分配给股东。公司股价和出售所得之间的差额，就为投资者提供了套利机会。

巴菲特曾回忆说当他早年在格雷厄姆·纽曼公司工作时，就参与过一次这样的套利。那次套利的对象是一家生产巧克力的公司——洛克伍德。

洛克伍德公司的赢利能力十分有限，但这家公司的仓库里有大量可可豆的库存。1954年，洛克伍德公司为了摆脱困境，决定停止生产可可奶油，并且将库存大约1300万磅的可可豆出售。要知道，1954年可可豆的价格持续飙升，达到每磅60美分以上。

根据当时的法律规定，如果将这些可可豆拿到市场上出售，洛克伍德公司将为此缴纳高达50%的税款。但如果将库存派发给股东用以回购股票，则所得利润可以免税。于是，公司用它不再需要的可可豆来回购股票。它的开价是每股付80磅可可豆。当时洛克伍德公司的股价只有15美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样，一个完美的套利机会就出现了：15美元买入股票，去洛克伍德公司换取80磅可可豆，然后以每磅60美分价格卖出。获利比例将达220%。然后，继续购买股票，重复同样的过程。巴菲特回忆说："其中的利润丰厚极了，而我仅需破费几张往返的车票。"

（2）怎样套利

在华尔街有句格言："授人以鱼，可以养他一天；教人套利，可以让他有钱一辈子。"套利交易历来是证券市场上最赚钱的买卖。特别是最近几年，随着公司间的并购重组越来越多，这种低买高卖的套利机会也会逐渐增加。但是，一笔套利交易怎样完成呢？

巴菲特认为，投资者要想进行套利交易，首先应该评估四个问题。

1. 公司交易真正完成的可能性有多大？（这关系到套利成败的可能性。）
2. 万一交易失败，会损失多少？（失败的可能性有多大？）
3. 你的资金要被这笔交易占用多少时间？
4. 有没有可能出现额外收益？这种可能性有多大？

根据这四个数据，有些投资者将套利交易的收益率用公式表示出来，并将其命名为"套利方程式"。

套利实际收益率＝（套利收益×获利概率－可能的损失×损失概率＋可能的额外收益×额外收益概率）÷资金占用时间

在实际操作中，投资者会发现这个公式实际是无法计算的。即使计算出来也毫无意义。例如获利概率、损失概率这种数值只能估算。甚至某些情况下，套利收益也无法用具体数值表示。不过，这个方程式还是为我们提供了一种分析思路。投资者需要从两个方面分析一笔套利交易是否真正有价值。

首先，在套利交易时投资者应该根据收益、损失可能的幅度和概率，估算这笔交易是否值得做。例如倒卖可可豆的交易中，收益大概是220%，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且损失的可能性几乎没有。这样的套利收益是十分完美的。当然，如果有很小的可能造成损失5%，在极大可能获利220%的前提下，这样的套利交易仍然十分诱人。

其次，投资者要估计套利交易的时间。交易时间越短，套利交易就越完美。还是以可可豆的套利为例。这个交易周期从购入股票开始，之后将股票换成可可豆存单，最后将存单卖出。这样一笔交易就完成了。其交易周期很短。在网络交易的今天，这种交易周期可以忽略不计。投资者将资金回收后，还可以投入其他交易，或者重复同样的套利循环。

（3）回避套利风险

套利交易中有风险存在。这种交易风险来自于一些不确定因素。

继续以可可豆套利为例，市场上可可豆的售价是每磅60美分。投资者可以把握的因素是这个价格可能小幅波动，或者随着套利者抛售而下跌。例如可能的波动区间时50美分到70美分之间。这属于可控因素，是套利交易前可以预见并且必须考虑的因素。

但是套利中还有很多不可控因素，例如政府突然干预市场，强制可可豆交易价格为20美分以下。套利交易的获利空间会被挤压干净。

如果投资者做过套利交易就会发现，在套利交易中经常会有各种意外出现。这些意外是对套利者的最大威胁，例如股东拒绝履行承诺，税务部门突然大幅提高税率，或者政府派遣反垄断人员干预并购导致交易时间拖后等等。总之问题总会在投资者不能预计的角落冒出来。

巴菲特回避这些风险的方法是尽量拖后交易。只有当交易事项几乎确定，风险已经很低时，他才会介入交易。虽然这时获利空间已经不大，但是巴菲特认为："无风险地获得25%收益常常要比有风险地获得100%收益更加有利可图。"

8.1.2 利用并购机会套利

巴菲特最喜欢的套利机会出现在公司并购中。他曾经说过："当一家公司宣布以高于市场价的价格并购另一家公司时，我就进行套利。我关注的是：他们宣布了什么？这里面有多少利润？我要付出多少？我要参与多长时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间？我还会估算这个方案被通过的可能性。在分析的过程中，我并不关心并购双方公司的名声是否响亮。”

根据巴菲特的回忆，他一生中最曲折的套利交易是KKR公司收购Arcata公司时的那次。

1981年9月28日，Arcata公司董事会同意将公司卖给KKR公司，但在收购价格上双方还应该进一步商议。KKR是当时最大的融资买断公司。Arcata公司则是一家经营森林产品和印刷业务的公司。

这次并购案的焦点是一笔补偿款的问题。1978年，美国政府收购了Arcata公司10700公顷的红木林，用以扩增国家公园的范围。为此政府希望分期支付给Arcata公司9790万美元的征收款，在分期付款期间的利率按照6%的单利计算。但是Arcata公司认为征收款的金额太少，另外分期付款也应该使用更高利率且复利计算。为此，Arcata公司向法院提起诉讼。

购买这样一家在诉讼中的公司有很大难度。KKR公司无法确定诉讼到最后结果如何。为此，他们为Arcata股东开出的价码为每股37美元，外加政府补偿款的三分之二。

我们可以看到，对于政府补偿款这个不确定事件，KKR的选择是把大部分风险留给原股东，自己拿走一小部分。

在仔细评估之后，巴菲特认为只要买入Arcata股票，之后再将股票转手卖给KKR公司，就绝对有利可图。不过这样交易的风险也很大。最主要的风险来自KKR公司。这家公司很可能无法在银行借到足够资金来支付这笔交易。一旦资金不足，报价肯定会被撤销。这种事情对卖方来说是很危险的，“它可能使激情的求婚者在结婚典礼开始前仓皇逃跑。”不过巴菲特认为：KKR公司过去的交易总能善始善终。交易失败的可能性不大。

那么万一KKR公司撤回报价会有什么损失呢？尽管交易失败的可能性很小，但套利者不得不考虑这个问题。显然，巴菲特也不担心这件事情。Arcata公司董事会想要将公司出售不是一两天的事情了。他们出售之意已决。即使KKR撤回报价，Arcata公司也会有备用方案供选择。虽然备用方案的报价可能没有那么优厚。

最后，还有一个问题。Arcata公司的红木林到底值多少钱？巴菲特坦言，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这方面自己无能为力。"你们（指伯克希尔的股东）的董事长根本分不清橡树和榆树。他可以冷静地估计出红杉树的所有权大约介于零和一大笔钱之间。"但是话说回来，根据巴菲特计算，如果这笔交易成功，即使不考虑补偿款的问题自己也可以大赚。只要官司最终的结果不是Arcata公司倒亏钱就可以了。那些不知多少的补偿款完全可以当做额外的奖品。

经过仔细分析后，巴菲特开始了套利交易。他在1981年9月开始，总共买入Arcata公司股票40万股，占Arcata公司股本的5%，平均成本为33.5美元。如果交易完成，1982年1月，KKR公司就会以37美元价格购买这些股票。到时候即使不算红木补偿金，巴菲特也是稳赚的。

这个等待的过程并不顺利。1981年12月，两家公司宣布交易可能要延后。不过巴菲特仍坚持认为这笔交易完全没有风险，并且继续加仓买入。他一直将持仓量增加到65.5万股，占Arcata公司总股本的7%。他加仓的成本大约是38美元。

接着到了1982年2月25日，KKR的贷款人用融资术语表示"考虑到严重衰退的房地产行业以及其他不利因素对Arcata公司未来的影响"，他们将"再度审视"这笔并购。签约日期再次被延期到4月。尽管Arcata公司发言人站出来说："并不认为收购命运本身岌岌可危。"但巴菲特说他当时脑袋里突然闪过一句老话："他说谎的方式与汇率即将崩盘时的财政部长一样。"

果然，3月12日，KKR公司改变了报价。他们将报价降低至33.5美元。虽然两天后又增加到35美元。但是到3月15日，Arcata公司董事会拒绝了他们。与此同时，Arcata公司启动"方案B"。他们迅速接受了另一家公司的报价，每股37.5美元外加红木林一半的补偿金。这次交易十分顺利。6月4日，Arcata公司股东收到现金。

这次套利交易巴菲特总共投入2290万美元。如果不考虑红木林的补偿金，他最后收回2460万美元。交易共持续6个月，报酬率为7.4%。巴菲特认为，"考虑到这笔交易中出现的巨大风险，这个报酬率让人'喜出望外'。"

好戏还在后头。1987年8月，法庭裁决红木林的价值为27570万美元，而利率则采用一种复杂的计算方式，大概相当于每年14%。这意味着Arcata公司又拿到大约6亿美元。巴菲特收到了每股29.48美元的额外奖品，总价值为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1930万美元。2年后，他又因为这笔交易额外获得了80万美元。

在巴菲特这笔交易中，我们可以学到以下几点。

1. 在套利交易前一定要考虑风险。即使风险很小也要考虑。例如KKR公司撤回报价的风险。如果套利者认为这项风险太小而不去考虑可能的损失，那最终的结果可能会十分悲惨
2. 自己不能确定的收益就不要计算在预期收益中。例如红木林的收益。巴菲特根本算不清楚红木林值多少钱，但是那不重要。只要确定这部分收益大于零就可以了
3. 尽量等事情敲定后再买入。华尔街的证券专家总喜欢在事情还不确定的时候，利用各种谣言炒作获利。但巴菲特认为，等交易确定后再买入股票会更有利
4. 套利者不能频繁交易。巴菲特反复强调这一点。他认为与一般的套利者相比，自己只选择少数的大型并购案。如果同时有很多交易在进行，我们必须花费太多精力。我们一年只做一个特别好的交易，可以获得大量收益。如果同时照顾大量交易，只要有一个失误就可能让其他交易的努力全都白费

8.1.3 别指望青蛙能变成王子

在巴菲特看来，并购案例本身只是为投资者提供了短线套利机会。投资者不能指望上市公司通过并购“咸鱼翻身”，给自己带来超额利润。

投资者购买并购股票的本质，是资助上市公司管理层去购买那些陷入困境的公司。而最终的获利来源于被并购公司摆脱困境，业绩上涨。例如，伯克希尔趁运通公司陷入困境时将其收购。当运通公司摆脱困境后，其业绩的增长自然就会变成伯克希尔的投资收益，最后装进巴菲特的腰包。所以，一旦公司通过成功的并购交易获利，将会给投资者带来实际利润。

得益于这种预期，并购重组概念成为股市上最常见的炒作主题。市场上只要有并购的消息出现，就会有大量投资者陷入疯狂，并购相关股票的价格也就会连续上涨。但巴菲特坚持认为，“青蛙很难变成王子”。在他看来，多数并购交易都不能让上市公司真正获利。

很多公司的管理层都会沉迷于小时候听到的童话：美丽公主的“深情一吻”，使青蛙变成王子。他们一相情愿地认为自己就是美丽的公主，那些陷入困境的公司都是暂时变成青蛙的王子。只要被他们优异的管理能力“吻”上去，“青蛙”公司马上就会变回“英俊的王子”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种并购案发生时，“青蛙”的价格往往会大幅上涨。“公主”可能要花费两倍的价格去购买“青蛙”。当然，他们花费的都是投资者的钱。如果投资者真的希望以双倍价格来资助“公主”的话，最好去乞求神灵保佑。因为大多数“公主”对自己能力的信任是毫无根据的。他们一直坚信自己有使青蛙变成王子的魔力，尽管他们的后院已经养有一大群青蛙。

作为一名公司管理者，巴菲特认为自己的魔力十分有限。他曾经说过：“我们曾经以看似划算的价格买下很多‘青蛙’，但正如过去很多报告提及的那样，我们‘吻青蛙’的能力实在一般。我们也涉猎过很多王子级的公司，当我们购买时它们已经是‘王子’了。最庆幸的是，我们的‘吻’也没有使它们变成‘青蛙’。”

8.2 短线套利要耐心等待机会

8.2.1 寻找大概率项目集中投资

（1）可以短线交易，不能频繁交易

追涨杀跌，很多人最终的结果都是给券商贡献手续费。最后自己是“竹篮打水一场空”。我们不妨算个账。按照一进一出1%的交易成本计算，假设投资者每周交易一次，一年的交易成本要超过50%。这样算下来，至少要保持同样的赢利水平才能不赚不赔。

但是在巴菲特看来，投资者要想弥补这么高的手续费几乎是不可能的。他认为股票只有在三种情况下才能保持一年10%以上的平均涨幅。

1 利率下降，并且一直保持在历史最低水平

2 投资者（不是中介、政府或其他主体）在经济中分享的份额高于历史水平

3 经济超出常态的高速上涨，并且这种高速上涨可以一直持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以发现，这三种情况都很难实现。因此，巴菲特将投资者希望借助频繁交易而获得超额收益的想法称作“痴心妄想”。

根据巴菲特的这个理论，很多价值投资者对短线交易嗤之以鼻。在他们看来短线交易和赌博没有什么区别。长期来看总会被庄家吸干骨髓。不过，这些巴菲特的追随者们犯了一个错误。短线交易并不等于频繁交易。在巴菲特理论的基础上，投资者完全可以短线交易。只要减少短线交易次数，例如一年交易2 ~ 3次，投资者并不用付出太多成本。

这样问题就来了，既然每年只交易2 ~ 3次，为了保持赢利就必须做到两点：一是每笔交易都不亏损，二是每笔交易都有不错的收益。那投资者怎样做到这两点呢？巴菲特的答案是：只寻找大概率项目投资。

（2）只寻找大概率项目

所谓大概率项目非常容易理解。例如有两个投资项目A和B：A有50%可能在一个月间获得20%的收益；B有90%可能在一个月间获得5%收益。现在必须在这两个项目中选择一个投资。

如果是一位数学家，肯定会选A。因为按照数学运算可以知道，项目A获利的期望值更高。相信多数投资者也会作出同样选择。但按照“只寻找大概率项目”的原则，我们应该果断地选择B。因为我们每年只有2 ~ 3次的投资机会，选择一个概率90%的赢利项目要比50%的更实际。

巴菲特将这种“只寻找大概率项目”的投资原则形象地描述为：“球未投出之前，我绝对不挥棒。”

巴菲特是个棒球迷，他曾在超级击球手泰德·威廉姆斯（Ted Williams）所著的《打击的科学》（*The Science of Hitting*）一书中获益匪浅。威廉姆斯将所有的打击区域分为77个小区域。他清楚地知道哪些区域是自己善于击打的，哪些则不是。在击球时，威廉姆斯只寻找落在理想区域内的时刻去打。那些不在自己击打区域的球，即使再绵软无力，他也不会挥杆。得益于这种策略，威廉姆斯成为历史上最杰出的击球手。

威廉姆斯的击球方法完全可以应用在股市投资中。特别是投资者希望减少自己的操作失误时，耐心等待一个合适的赢利机会就显得更加重要。此外，投资股票要比棒球比赛中击球更有优势。威廉姆斯在球场上三振就要出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

局，他必须在三个球中选择一个"相对最好的"去击打。而投资者就不用有这种担心。投资者可以耐心等待自己非常满意，质地和价格都非常好，市场公认未来会上涨的股票投资。总之在所有条件都合适的情况下我们才"挥杆"。事实证明，每年无论大盘涨跌，都会有几次这种机会。

（3）所谓的大概率

所谓的大概率，并不是100%的概率。实际在股市中根本没有100%的概率存在。对于投资者来说，只要"大致"成功就可以勇敢投资了。为此，巴菲特曾经提出一个著名的"七成五"法则。也就是当成功概率超过75%时，这就几乎是一个确定的事件。在他的生活中，这一法则被运用到了非常娴熟的地步。

在一次聚会上，巴菲特看到在场的大约有30人，于是对大家说：在座的人中至少有2个人的生日在同一天。在这里，巴菲特用到了数学里的概率论和自己独创的"七成五"法则。

按照概率论计算，30人中有2个人生日在同一天的概率大概是71%。因为概率已经很接近75%，所以根据"七成五"法则，巴菲特认为这是一个确定的事件。

投资中的输赢概率无法用概率统计。没有人能计算自己下一笔交易赚钱的概率。尽管如此，巴菲特的"七成五"法则还是给我们了一个衡量标准。当投资者认为一笔交易很可能成功时，就可以大胆投资。这就像是秋天到来时，我们不可能知道一片树叶究竟会落在什么地方。但我们可以确定，会有75%以上的树叶都落在以树干为中心的一个有限的范围内。

8.2.2 仔细考虑最大的损失

（1）谨慎地控制风险

虽然有了巴菲特的"七成五"法则，投资者在短线投资时只考虑盈亏概率还是不够。投资者还应该确定，万一这笔投资损失，其损失额度是否在自己可以接受的范围内。例如一笔交易只有5%的可能亏损，但一旦亏损就要倾家荡产。这样的交易显然是不能接受的。

在巴菲特看来，投资者首先应该确定自己能接受的损失额度。然后寻找

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些最大损失也远低于这个额度的投资项目。例如我们能够接受亏损30%，那应该选择的是最多亏损20%的项目。如果一个项目的最大亏损额度达到29%，这就是十分危险的。因为我们不知道在交易过程中还会有什么意外发生。

他曾经比喻说："如果你要开1万磅重的卡车过河，那最好找一座能承受1.5万磅重量的桥，而非承受10001磅的桥。"

巴菲特管理着全球最大的巨灾保险提供商之一。这种"巨灾保险"业务最大的特点就是"小赚大赔"。可能连续几年都是风调雨顺，没有任何灾害。这时巴菲特可以顺利地收取保费而不用赔付。但万一出现重大灾害，所有投保人的损失就都会转嫁给保险公司。巴菲特需要支付大量现金来补偿投保人的损失。

2005年，美国经历了有记录以来损失最大的飓风季节。虽然巴菲特曾经计算过可能赔偿的最大额度，也做出了风险控制。但是这次飓风造成的损失之巨大还是让他始料未及。最终，这一年的巨灾保险业务让巴菲特损失了34亿美元。这笔巨额赔付让巴菲特的巨灾保险部门几乎破产，并且极大地影响了整个伯克希尔公司的业绩。

对此巴菲特表示：虽然我们不知道大气、海洋和各种其他因素是否改变了飓风的频率和强度，但是在这次重大损失后，我们有必要再次提高对损失的估算水平了。

如果将这种风险控制方法运用到股市中，就是我们最大能够承受的损失为30%时，每笔交易设定的最大亏损额度最大只能有20%。一旦某一笔交易亏损了25%，我们就应该仔细检讨了。造成这种超额损失的原因到底是交易方法有问题？还是自己执行有问题？或者行情超出了自己的判断？如果一直找不到很好的解决办法，我们只能降低交易仓位，或者寻找其他投资项目。

用"七成五"法则来配合这种最大损失策略，是一种很好的交易方法。投资每笔交易都应该有75%以上的获利把握，万一判断失误，也可以将损失控制在可以接受的范围内。

（2）寻找不会亏损的项目

在实际操作中，成功率和风险这两种因素都很难量化。当我们无法把握这两个因素时又应该选择怎样的短线交易策略呢？巴菲特给出的回答是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我们不知道答案时，最好选择至少不会造成损失的交易策略。

事实上，在2005年美国飓风后，巴菲特并没有搞懂这种巨灾是否会更加频繁或者造成更大损害。但是根据2005年的损失数据，巴菲特决定将保单价格大幅提高。这样即使未来出现了同样严重的灾难，他的公司也不至于再次陷入困境。

8.2.3 只赚自己能赚的

除了寻找大概率项目和仔细考虑投资损失外，短线投资者应该注意的第三个问题是“看好自己的手指”。这包括两层意思：一是投资目的达到时，果断卖出；二是投资目的达到后，不再贪婪地交易。我们可以将它归结为一点，就是：控制好自己的交易欲望。

事实证明，每个投资者都有旺盛的交易欲望。特别是当他们连续几笔交易成功时，每个投资者都会迫不及待地寻找下一笔交易。根据巴菲特的理论，过分频繁的交易对投资者来说就像是毒品。你的交易欲望绝对是有百害而无一利。它会不断吸食你的金钱和健康。无论投资者选择短线套利还是长线价值投资，只有控制好自己的交易欲望，减少交易次数才是通向成功的正确道路。

历史上著名的长期资本公司就是这方面的反面教材。在巴菲特看来，长期资本管理公司拥有世界上最强大的运作团队。这可以从三个方面看出来。

第一，极高的智商。巴菲特说：“如果你把那16个人放在一起，如John Meriwether、Eric Rosenfeld、Larry Hilibrand、Greg Hawkins、Victor Haghani，还有两个诺贝尔经济学奖的获得者Myron Scholes和Robert Merton，世界上任何公司都不可能拥有这么高智商的一个团队。即使微软也会望尘莫及。”

第二，资深从业经验。这个管理团队中每个人都有大量的实践经验。根据巴菲特推算，这16个人加起来的证券从业经验可能有350年到400年。而且他们在投资领域都有各自的专长。在长期资本管理公司中，这些专长会得到最大的发挥。“他们可不是一帮在男装领域赚了钱，然后突然转向证券业的人。”

第三，丰富的人脉资源。他们所有人的关系网加起来可以覆盖整个金融系统。他们可以轻松融资数亿美金，而且资金提供者丝毫不会干涉他们的操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作策略。

这样一个几乎完美的团队，结果却破产了。而且破产的原因不是别的，就是在他们最擅长的投资领域出现了失误。这确实是让所有人都十分惊讶的事情。无论他们失败的原因是什么，在巴菲特看来这些证券专家都是十分愚蠢的："他们为了挣那些不属于他们、他们也不需要的钱，而动用了属于他们、他们也需要的钱去冒险。这确实是十分愚蠢的事情。他们的愚蠢并不是智商的问题。"

当投资者的目的达到后，应该果断收手。无论长线短线，这都是正确投资的法门。例如一笔交易投资者预计收益10%。当股价从10块上涨到11块时就应该卖出，即使未来可能上涨到20块也是如此。同样道理，如果投资者每年预计的赢利目标是20%。当一年资产已经由1万变成1.2万时，就应该退出市场。再有好机会也不应该眷恋。我们不应该为了预期以外的收益而用已获得的收益去冒险，否则就是在干傻事。

巴菲特曾说："用对你重要的东西去冒险赢得对你并不重要的东西，简直不可理喻，即使你成功的概率是100比1，或1000比1。"他在佛罗里达大学商学院演讲时曾做过一个比喻。

如果你给我一把左轮手枪。这把特制手枪的枪膛里有1000个甚至100万个位置，只有一个位置有子弹。这时你问我：要多少钱你才能对准自己的脑袋开枪？你可以给我任何好处，但无论怎样我都会拒绝你。即使我赢了，那些好处对我来说一文不值。如果我输了，其结果是显而易见的。

我对这种游戏没有任何兴趣，但那些头脑不清楚的人却总是犯这种错误。有本书叫做《一生只需富一次》。内容一般，但书名很好。不正如书名所说吗？

如果你有1亿。现在只有两个投资选择：一是每年无风险地赚10%；二是99%的机会赚20%，1%的机会亏光。如果你选第二个，第二年你可能有1.2亿，但这与1.1亿有什么区别呢？如果此时你去世，写追悼词的人可能把1.2亿错写成1.1亿。这真的有区别吗？这对你、你家人还有任何事，都没有任何一点不同。但万一你在交易中失败，结果就完全不同了。

在巴菲特看来，堪称完美的长期资本公司破产完全是因为他们的贪心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们已经富过一次，但是还想要富第二次。这一次操作失败的概率几乎为0。很明显，他们认为几百万个机会里出现的一次失误不可能伤到他们。但事实证明他们错了。

争取更多的赚钱机会固然重要，但如果为此而冒险损失掉已经赚到的利润就得不偿失了。利用巴菲特的滚雪球理论解释就是：发现很湿的雪和很长的坡固然很好，但前提是坡上的温度不会低到把人冻死。

8.3 短线套利要避免从众心理

8.3.1 短线投资的从众心理

频繁交易会带来巨大的交易成本，吞噬投资者的利润。虽然多数投资者都明白这一点，但他们还是在日复一日地不断交易。驱使这些投资者频繁交易的并不是良好的投资机会，而是看到别人都在交易而自己就产生了从众心理。

从众心理是个人受到外界人群行为的影响，而在自己的知觉、判断、认识上表现出符合于公众舆论或多数人的行为方式。有实验表明，从众心理是大部分个体普遍存在的心理现象。

在这种心理因素作用下，当投资者看到市场上所有人都在不断交易时，自己也会忍不住地频繁买卖股票。当所有人都疯狂地看多买入时，投资者难免跟风买入；当所有人都疯狂地看空卖出时，投资者也难免要跟风卖出。总之投资者如果每天浸淫在市场上，很可能会受到市场氛围影响而“近墨者黑”。

巴菲特的老师格雷厄姆曾经讲过一个旅鼠的故事。这个故事充分说明了从众心理的魔力。

旅鼠是生活在冻原地带的一种小体形的鼠类。它们的生育能力极强。在一年之内，一对旅鼠可以繁育出上百万只后代。即使考虑到气候、疾病和天敌等原因，旅鼠的繁殖速度也是相当惊人的。不过每隔一段时间，旅鼠就会大批死亡。它们死亡并不是因为食物、气候、天敌等外在原因，而是整个群族自发的一种类似于“集体自杀”的行为。

每当种群数量膨胀到一定规模后，所有旅鼠会开始变得焦躁不安。它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始到处叫嚷，停止进食。它们还会变得充满挑衅性，明目张胆地在白天走动，甚至主动向天敌进攻。而且，所有旅鼠都开始慢慢地向一个地点聚拢。

直到有一天，当几乎所有旅鼠聚集在一起后，它们开始向海边出发。

在极度亢奋的行进过程中，很多旅鼠会被其他动物吃掉，还有一部分被饿死。但最终，仍然会有相当数量的旅鼠到达海边。

到了海边，它们纷纷跳下大海。旅鼠是会游泳的。它们会一直不停地游，游到疲劳过度，最终不是被累死就是被淹死。成千上万的旅鼠尸体就这样漂浮在蓝蓝的大海上，白茫茫的漫无边际。

幸存下的旅鼠数量极少，少到难以寻觅。然后这些幸存的旅鼠会继续大量繁殖，周而复始。

在格雷厄姆看来，这些旅鼠并不是"有心寻死"。它们表现出的是所有动物都会有的恐慌情绪，包括对饥饿的恐慌，以及对迷失方向的恐慌。正如市场突然暴跌时，撤离市场的通道将非常狭窄，对亏损的恐慌导致了投资者集体自杀式地抛售；当暴涨时，过多的资金涌入股市购买不多的股票，投资机会顿时减少，对踏空的恐慌又导致投资者集体自杀式地追高。

更加严重的是，当一部分旅鼠陷入恐惧的状态后，会有越来越多的后来者模仿它们。这些后来的旅鼠可能并不缺少食物，自己本来生活得很悠闲。它们只是盲目模仿大量同类的行为，甚至是模仿自杀行为。在"自杀"的旅鼠中，可能有相当一部分都是盲目模仿造成的悲剧。

在心理学上，这种现象又叫做"群体极化效应"。当大家都做一件事时，即使心理知道那样是错的，自己也会盲目模仿。这种看似疯狂的事情实际上在我们身边不断发生。

和几个朋友出门买衣服，看到一件不错的衣服。但这时朋友中有人说："这衣服真差劲。"接着又会有人说："面料一般，做工更差。"还会有人说："这是前年的款式吧？"于是，所有同来的朋友就会一致认同这是垃圾衣服。这时你肯定不敢说刚才自己喜欢，否则就会被说成没品位。

刚看完一部电影，觉得还行。突然有人说："这片子太烂了。"又有人赞同说："特效也太差了。"还有人说："剧情一点新意都没有。"于是，恶评铺天盖地。好像这部片子从开头到结尾的每个镜头都是垃圾。最后你只能闭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

嘴，或者跟着骂两句。否则你一定会被口水淹死。

炒股票是同样道理。你第一眼看到一只股票可能认为是垃圾股。但如果市场上不断有人买入，股价连创新高，你的心理就会发生变化："股价已经涨这么多，肯定有很多人已经赚到很多钱。如果我不跟进去赚点，会被人当成傻瓜。"在这种心理的驱使下，你肯定要买入股票。当然，市场上有大量的投资者跟你一样。

在这几个例子中我们可以看到，从众心理存在于每个人的思想中。从心理学的角度考虑，人们产生从众心理是为了达到两个目的。

1 为了获得集体对个人的认同。每个人都需要集体的认同感。而获得集体认同感最佳的途径，就是与他人保持行为一致

2 认为集体的决策会更加正确。一个人在对某项决策拿不准时，更加倾向于模仿和顺从大多数人的行为。"少数服从多数"，这在多数人的思想中都是根深蒂固的念头

我们可以发现，在社交过程中从众心理至少不是一件坏事。当我们违心地批评一件衣服或者一部电影时，可以达到两个目的：一是获得了集体的认同，二是可能跟随集体做出了正确的决定。

但是在股票投资时如果受到这种心理因素的影响，结果就不是那么理想了。因为在股票投资过程中，从众心理无法给人带来任何好处。

1 在投资股票时，集体对个人的认同感来源于这个人是否赚到钱？赚了多少钱？而不是某人的操作思路是否与大家一致

2 在股票投资时，赚钱的永远是少数人。个人如果一直保持与大多数人相同的操作思路，最终的结果更可能是跟大家一起赔钱

巴菲特的老师格雷厄姆曾经教导他：投资者要从股市的情感漩涡中拔出来，要发现大多数投资者的不理智行为。在他们看来，多数投资者购买股票都不是基于自己的判断，而是基于其他人的操作方向。如果你通过合乎逻辑的判断后得出结论，不要因为这个结论与别人不一致就放弃。格雷厄姆说："你之所以正确是因为自己的数据与逻辑正确，而不是别人的操作和你一致或者不一致。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.3.2 不从众，远离消息炒作

市场上的各种炒作是投资者从众心理产生的最根本原因。看到利好消息时，会有大量投资者跟风买入股票；而利空消息一旦出现，又会有大量投资者跟风将手中的股票卖出。这些市场行为在巴菲特看来是十分荒唐的。

投资者买卖股票应该基于自己的客观判断。但我们每天能接触到的各种股票评论文章无不是被人主观加工过的。巴菲特清楚地认识到了这一点。他从来不阅读华尔街上各位“股评家”的权威评论，也不会费尽心机去收集内幕消息，他甚至不关心每天股价的变化。他只根据合理的数据和自己的逻辑得出结论。巴菲特曾经明确表示：他根本就不相信任何股评。

在他看来，如果在股市上真有所谓的内幕消息，这些人怎么可能舍得把这种珍贵而绝密的消息传出来呢？比如一家公司收购另一家公司。只要消息一公布，这两家公司的股价都会大幅上涨。如果这种内幕确有其事，他们为什么不自己大量买入股票，好好地赚一笔呢？作为世界上最著名的投资者，巴菲特每天都会收到各种信息。其中不乏推荐股票或者向他“泄露”内幕消息的。对于这些荐股信息，巴菲特都会婉言谢绝。几十年来，他一直坚持按照自己的逻辑购买股票。

有一次，一位陌生女士打电话给巴菲特，说她在一份分析报告中发现了一只好股票。这位女士认为这只股票具有很高的投资价值。而且她表示如果巴菲特有意向，她马上就会把相关资料寄过来。巴菲特断然拒绝了这份好心，因为他根本不相信任何分析文章。巴菲特认为，所有分析文章都是投资公司、基金公司的推介，只谈优点不谈缺点，根本不值得相信。作为专业投资者，他必须亲自调查才能加以确信，不可能看了一两篇文章，听了一两句好话就拿自己的钱去投资。

巴菲特从不相信任何股评文章，他所获得的信息几乎都来自上市公司公告和年报。1950年，巴菲特第一次读到他的老师格雷厄姆的著作《聪明的投资者》。此后他就养成了喜欢阅读年报的好习惯。现在，在他的办公室里堆满了上市公司年报。他不断比较同一时期内不同公司的年报，比较同一公司在不同时期的年报，由此做出自己的投资决策。他曾经说自己只有一个“调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查助理”，那就是帮他将这些年报分类管理的助手。

此外，如果巴菲特在公告和年报中找不到需要的资料，他就会走出去亲自调查。向记者采访一样挖掘细节。例如在运通公司的“色拉油丑闻”后，巴菲特曾经亲自到餐馆的收款台调查。他窥视人们是否仍在使用运通公司的信用卡和股票，借此判断运通公司的信用是否会因为“色拉油丑闻”而受损。当很多人在股评文章中宣称运通公司即将破产时，巴菲特根据自己的调查确定这家公司的整个金融帝国完好无缺。他断然买下这只股价遭受重创的股票，并且获得了暴利。对投资者来说，通过这样实地走访所获得的信息，要比冷冰冰的股票分析报告更加有意义。

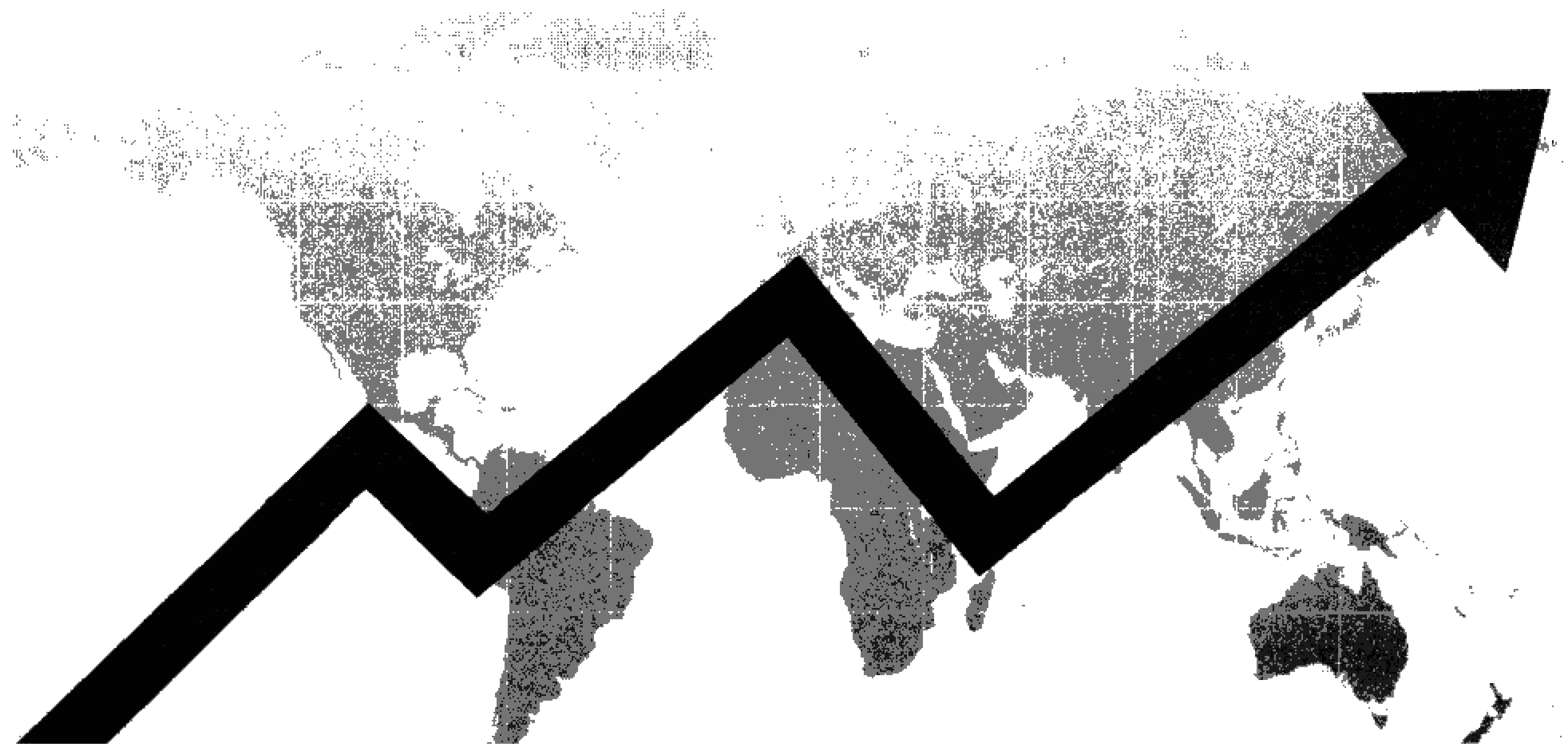
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章 ▶▶▶

巴菲特的信息来源：财务报表

有些人喜欢看《花花公子》，而我喜欢看公司财报。

——巴菲特



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.1 阅读财报的信息优势

9.1.1 炒股需要信息

巴菲特最大的业余爱好是打桥牌。有人说，桥牌完成了比尔·盖茨都无法完成的事情：它让巴菲特走进电脑与互联网时代。巴菲特热爱这个游戏。他曾经说过："如果一个监狱的房间里有三个会打桥牌的人的话，我不介意去坐牢。"

巴菲特谈到桥牌时说：这是锻炼大脑的最好方式。因为你需要不断地更新自己获得的信息，并且大概每隔10分钟，就要重新审视一下局势。

打桥牌的策略和股票投资方法十分相似。无论打牌还是炒股，我们都要尽可能多地去收集信息。随着时间推移，会有越来越多的信息需要被考虑进来。巴菲特曾说："无论什么事情，只要你根据当前拥有的信息做出理性判断，认为自己成功的机会很大，就可以果断地去做。当然，在你获得新的信息后，应该随时根据形势变化调整自己的行为方式或者做事的方法。"

由此我们可以看出，巴菲特认为信息收集对炒股的成败十分重要。有时候投资者根据自己获得的信息做出了正确的判断，但因为信息本身有问题，最终交易不能成功。相反，只要能收集到足够多的可靠信息，正确决策对任何投资者来说都不是很困难的事情。

通过一些小故事我们可以发现，巴菲特从幼年时期就十分注重对信息的收集。他不仅收集各种信息，还善于将它们分门别类，做出简单的统计。最重要的是，他收集各种信息都有自己的目的，无论这种目的在成年人眼中是否很幼稚。

上小学后，小巴菲特总喜欢坐在同学鲁斯家门廊的外面，看着大街上来来往往的车辆。他会把每天经过的汽车的车牌号记录下来。他还煽动鲁斯一起进行这项工作。小巴菲特让鲁斯相信：如果哪天银行被抢劫，警察可以根据车牌号来抓住劫匪。到时候就只有他们记下了这些信息。

1939年，小巴菲特做了阑尾手术。在教会医院住院的几周里，他收到了一套指纹识别玩具。于是小巴菲特开始请求他见到的每个修女，提取修女们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的指纹。康复回家后，巴菲特把这些指纹数据仔细整理好。他认为，修女中未来可能有人会犯罪。如果真的这样，就只有他——沃伦·巴菲特，记录下了破案的线索。

巴菲特童年时期的这些小把戏并不都是完全没有意义的。如果仔细观察我们会发现，他的一些调查甚至影响了几十年后自己的投资策略。

当小巴菲特去自动售货机购买汽水时，不会像很多孩子一样迫不及待地打开瓶盖，慢慢享用。他会顺便收集售货机旁被人丢弃的瓶盖，把它们分门别类，统计不同瓶盖的个数。根据这种调查，小巴菲特可以知道哪种汽水销量更好。

21岁时，巴菲特开始把自己这种调查的习惯应用在股市上。与以往不同的是，股市上有现成的信息来源——穆迪手册。他需要的是对这些信息进行统计分析。巴菲特发挥出自己侦探般的精神研究股票，他将一万页的穆迪工业、运输、银行与金融手册翻看了两遍，进行了大量的统计计算。每一家公司的信息他都没有放过。

在大量的公司资料中，巴菲特找到了Union Street Railway公司。根据巴菲特计算，这家公司拥有160辆巴士、一个游乐园、为数众多的美国政府债，还有大量现金。仅现金数量平均到每股就有大约60美元。但这只股票每股的市场价格只有30 ~ 35美元。经过进一步的实地考察后，巴菲特买入了这只股票。最终，这笔交易为他赚进了2万美元，几乎获得了一倍的利润。

通过这些巴菲特幼年和青年时期的事迹我们可以发现，巴菲特成功有很重要的一个原因就是：拥有比别人更多的信息，然后进行合理的分析，做出正确判断。

9.1.2 财报以外的信息都不可信

在股票投资过程中，投资者必须不断收集信息，并加以理性分析。但并不是所有信息都值得收集。根据巴菲特的理论，除了投资者的亲身调查外，只有上市公司的财务报表是可信的。对于各种股票评论文章，投资者最好“不闻不见”。为了解释这个道理，他讲过一个关于跛脚马的故事。

跛脚马的主人牵着他的跛脚马去看兽医。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他问兽医："您可以帮助我吗？我实在搞不懂为什么这匹马的表现时好时坏。"

兽医的回答是这样的："我也搞不懂。但这不是问题。您趁它表现正常的时候赶快把它卖掉就可以了。"

在2003年致股东的信中，巴菲特对自己收购通用再保险公司的交易进行了反省。他承认，自己在1998年收购通用再保险时的估价完全错误。通用再保险就是一匹典型的"跛脚马"。他说："当时这家公司严重夸大了自己的价值。而包括我在内的伯克希尔管理层，对此并不了解。另外，通用再保险还有很大的风险隐患。"

通用再保险的浮存金成本向来是零甚至负的（保险公司收取的保费足以应对最后支付出去的相关损失与费用，有时还有剩余）。这种情况无疑是最美妙的。巴菲特感叹道："别人付钱给你让你持有他们的钱，还有比这更美妙的事情吗？"

但是，这家公司的业务中有巨大的风险隐患。当真正的灾难来临时，这家公司的保险业务会大幅亏损。2001年，"9·11"事件就对通用再保险造成了巨大损失。这一年，通用再保险的浮存金成本高得惊人，达到12.8%（保险公司将收取的保费全部支付出去后，还要另外赔付12.8%）。其中的一半损失直接来自世贸大楼的那场灾难。而巴菲特此前并没有充分准备。他承认："如果通用再保险还是一家独立的公司，那么该公司的生存将会受到巨大威胁。"即使度过了这次危机，巴菲特也并不乐观。"如果发生更大的灾难，比方说恐怖分子在袭击美国时引爆了原子弹，这种风险将会是致命的。"

炒股时间长了你就会发现，股市上这样的"跛脚马"到处都是。很多人会将自家的"跛脚马"包装成圣物到处行骗。而部分股票评论文章完全是为"跛脚马"的销售来造势。投资者如果相信这些评论文章，就落入别人的陷阱了。

为了避开这些"跛脚马"，最安全的办法就是在买入一匹马之前给它做个全套的体检，然后根据体检报告来确定这匹马的价钱。对于一只股票来说，最可靠的体检报告就是财务报告。巴菲特认为，投资者获得上市公司信息最有效的途径就是阅读财务报告。而那些除财报以外的各种评论信息，虽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然表面上看来头头是道，但真正的价值十分有限。

9.1.3 根据财报寻找目标公司

投资者获得可靠信息的最佳途径就是阅读财务报告。上市公司每年都要向股东公布上一年度的财务报告，简称年报。此外，上市公司每年还会公布一份半年报和两份季报（一、三季度）。年报、半年报、季报统称为上市公司的定期报告。在定期报告中，上市公司会对过去一段时间（年报是过去一年、半年报是1～6月、两份季报分别是1～3月和7～9月）公司的经营情况向股东做出汇报。

年报中最重要的信息是会计报表。上市公司所有财务数据都会反映在会计报表中。这是投资者特别应该注意的地方。

巴菲特认为，投资者要想成功就必须阅读大量公司的财务报告。他说："我阅读我所关注的公司年报，同时我也会仔细阅读它的竞争对手的年报。这些都是我最主要的阅读材料。""有些人喜欢看《花花公子》，而我喜欢看公司年报。"

对投资者来说，会计知识和投资本金一样，都是股票投资必备的条件。"当投资者没有本金时，可以借钱投资，但那样做会承担很大风险。同样，当投资者没有会计知识时，也可以借阅别人的分析报告，但这样做的风险同样很大。你必须掌握会计技术，并且要通晓其中的微妙之处。会计报表是公司与外界交流的通用语言。只有学会了如何分析会计报表，你才能独立地选择投资目标。"

在巴菲特看来，投资者读懂财务报告至少有两大好处。

第一，看懂公司真正的投资价值。

向可口可乐、好事多（Costco）超市这种公司的消费垄断优势是显而易见的。但是一些具体的问题则需要通过财务报表去了解。例如消费垄断优势能给公司带来多少收益？公司的真正价值究竟有多少？以20倍市盈率买入可口可乐是否值得？等等。

巴菲特曾经指出，公司真正的竞争优势只有两种：成本优势和品牌优势。公司要想获得成功，至关重要的是要有所有竞争对手都无法超越的竞争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优势。要么像政府雇员保险和好事多超市那样保持低成本，要么像可口可乐、吉列和运通公司一样在全世界都拥有强大的品牌优势。这种所有竞争对手都无法超越的优势是公司持续成功的重要因素。

投资者在研究公司的投资价值时，也应该延续这个思路，重点研究公司的品牌价值和成本控制。这样可以更好地衡量公司真正的投资价值。

第二，看透公司是否诚信。

通过财报可以看出上市公司的管理者是否诚信。他们是否增加了本没有的收入或者隐藏了可能的成本。这些对公司实际利润的改动可能并不违反会计准则。但是对投资者来说，他们的这种行为绝对会导致错误的投资决策。

巴菲特十分看重经理人的诚信问题。“当经理们希望向你解释公司经营的实际情况时，他们会在会计规则的规范下做到合理的实话实说。但不幸的是，当经理们想要弄虚作假时，他们同样可以在会计规则的规范下做到合理的假话连篇。起码在一部分行业，这是普遍现象。如果你不能看懂那些合规的报表究竟是真是假，最好远离投资这个行业。”

9.2 估算公司的实质价值

9.2.1 格雷厄姆的估值方法

巴菲特告诉我们，价值投资就是要用40美分购买价值1美元的股票。这样做的前提是我们要知道这只股票的价值有1美元。只有这样，当股价下跌到40美分时，我们才敢于抄底买入。因此，价值投资的一个核心问题就是要弄清楚上市公司的价值。这也是投资者在阅读财报时需要注意的首要问题。

按照格雷厄姆早期的理论，公司的价值就是公司净资产。也就是公司总资产减去总负债的差额。其中总资产包括公司的厂房、设备、现金、存货等，负债包括公司的银行贷款、对供货方的欠款、公司发行的公司债等。这两项之差表示公司资产中真正属于所有者的部分。因此，公司净资产在会计上又叫做所有者权益。

用净资产除以公司的总股本，得出来的就是每股净资产数据。这代表每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股股票所代表的净资产价值。

格雷厄姆注意到，很多股票在股票市场上都是以低于净资产的价格出售。投资者买入这些股票后，可以获得比自己投入更多的资产。这在格雷厄姆看来是十分划算的交易。

1916年，古根海姆家族决定将自己持有的古根海姆勘探公司出售。售价为每股68.88美元。格雷厄姆经过分析后发现，这家公司实际上已经是一家投资公司。它持有大量其他公司的股份。

格雷厄姆对古根海姆公司持有的股份做出了一个最保守的估计。他推算出这家公司的每股净资产至少为76.23美元。这意味着有10%的获利空间。当时年轻的格雷厄姆还没有足够的资金。于是他把这个发现告诉其他人，并收取他们投资收益的20%作为报酬。

1923年初，格雷厄姆自立门户，成立了格兰赫私人基金，资金规模为50万美元。格兰赫私人基金的第一个投资目标是杜邦公司。早在1920年，杜邦公司利用通用汽车陷入危机的机会，将后者兼并。两家公司形成交叉持股的局面。

1923年，经历了一战后的美国经济逐渐复苏。通用汽车股价因为汽车市场的需求量大增而利润直线上升，每股达到385美元。但军火巨头杜邦公司因为失去了暴利来源，股价急剧下跌，股价仅仅维持在298美元。格雷厄姆注意到这两只股票价格的巨大差距。他认为，杜邦公司持有通用汽车38%以上的股票，而且这一份额还在不断增加。这两只股票的价格必定会呈现同涨同跌的行情。当时非理性的行情注定难以持续。

这次格雷厄姆不仅大笔买入杜邦公司股票，而且大笔卖空通用汽车公司股票。两个星期后，市场对这两个公司股价之间的差距做出纠正。杜邦公司股价一路上涨，涨到366美元。而通用汽车股票则随之下跌，跌到370美元。格雷厄姆正反两笔交易均以赢利结束。

1926年，格雷厄姆再次发现了一个这样的投资机会。这次他的投资目标是一家从洛克菲勒集团中分离出来的石油管道公司——北方石油管道公司。

当时北方石油管理公司的股价只有65美元，总市值大约是280万美元。但是根据格雷厄姆调查的数据显示，仅这家公司持有的铁路债券市值达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

360万美元，合每股近90美元。也就是说，这家公司的价值被股票市场严重低估了。

于是，格雷厄姆大笔买入，总共持有了这家公司15%的股份。在股东会上，格雷厄姆提出了自己的想法：公司的长期债券占用了大量资金，对公司毫无用处，不如将它们卖掉分给股东。他的观点获得了多数股东的赞成。不久，北方石油管道公司董事会通过议案，将公司持有的铁路债券兑现，并向股东支付每股70美元的红利。在众多投资者的跟风下，这家公司的股价大幅上涨。格雷厄姆获得了股票分红和股价上涨的双重收益。

从这三个例子中可以看出格雷厄姆早期的股票投资策略：以净资产作为公司的实际价值。当公司股价大幅低于每股实际价值时，就大量买入股票，等待股价向每股净资产靠拢。根据格雷厄姆的这个理论，股市上出现了一个专门的财务指标：市净率（PB）。市净率是股票市价和每股净资产之间的比值。它反映了投资者购买上市公司1块钱净资产所需要的价格。

我们可以发现，按照格雷厄姆的估值方法，当一只股票的市净率小于1时，就出现了股价低于净资产的投资机会。市净率越低，未来的获利空间就越大。如果市净率超过1，就没有什么投资机会了。

巴菲特在格雷厄姆门下学到了这种以净资产作为公司价值的估值方式。1954年，当巴菲特还在格雷厄姆·纽曼公司打工时，就利用这个方法发现了一只“大牛股”：新贝特福德公司。当时这家公司股价只有45美元，但账面上有大量的现金资产。折合算下来每股的现金资产高达120美元。借助这只股票，巴菲特在格雷厄姆·纽曼公司大赚了一笔。

9.2.2 格雷厄姆估值方法的改进

（1）格雷厄姆估值方法的不足

1956年，格雷厄姆解散了自己的投资公司。巴菲特回到奥马哈自立门户。他继续沿用格雷厄姆的投资思想：以净资产作为衡量股票好坏的标准，并且坚持以更低的价格买入。这种方法简单易用。但是一段时间后，巴菲特发现，这种方法在很多情况下是行不通的。

巴菲特认为自己投资生涯的第一个错误是购买了伯克希尔公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他从1962年开始买入这家公司的股票。到1965年，他已经拥有了这家公司的绝对控股权。1964年的资产负债表显示，伯克希尔的总资产有2788万美元，净资产2200万美元。而这家公司当时的市值只有大约1800万。

如果按照格雷厄姆的理论，这绝对是一笔不错的投资。但实际上，自从巴菲特买入开始，伯克希尔的纺织业务就逐年下滑。1979年，纺织厂还略有赢利。但是从那以后它就开始成为整个公司的累赘。到了1985年，纺织厂已经在大量吞噬伯克希尔其他业务的利润。此时巴菲特不得不将它折价出售。之后的伯克希尔已经完全是一家控股公司，与纺织业务没有任何关系。

2008年，巴菲特在接受CNBC电视台的采访时说：1964年收购那个纺织厂是个巨大的错误，那使他46年来起码少赚了2000亿美元。无论巴菲特这个说法是否夸张，他在收购伯克希尔纺织厂这笔交易上完全没占到便宜。

为什么巴菲特按1800万美元市值买入价值2200万的伯克希尔，最后还亏损了呢？这就要说到格雷厄姆理论的局限性。这主要表现为四点。

第一，当格雷厄姆的理论被大家知道后，按照这套理论来交易股票的人越来越多。一旦股票的市场价值低于其实际价值，就会有大量投资者买入，使股价上涨。这样能以低价买入资产的机会越来越少。

第二，市场上少量市值低于净资产的股票，多数集中在一些不被看好的行业。这些公司虽然价格低廉，但赢利能力十分有限。以伯克希尔纺织厂为例，当时美国的纺织业已经开始受到一些发展中国家低成本劳动力的冲击，出现了萧条的迹象。在这家纺织厂被关闭前，美国已经有大量纺织厂倒闭。

第三，伯克希尔的资产大部分是固定资产，包括厂房和设备。实际上多数公司都会高估自己这些净资产的价值。虽然这些固定资产的价值不菲，在运营中也能产生相当的利润，不过一旦被拿到拍卖市场上，这些物品的身价就会一落千丈。

例如伯克希尔纺织厂关闭时，将一台两年前购置的价值5000美元的设备拍卖。拍卖时巴菲特开价是一台50美元，但无人问津。最终成交价格只有26美元。这连搬运费用都不够。

厂房的拍卖也好不到哪去。2000年2月，伯克希尔将原来纺织厂112年历史的楼群卖给尼科公司。虽然巴菲特没有透露这笔交易的金额，但售价绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对低于伯克希尔自己的估值。当时伯克希尔面对的困境是要么承担拆毁楼群所产生的费用，要么心甘情愿地被买主“痛宰”。

第四，资金有时间价值。长期来看公司的股价可能向每股实际价值靠拢。但这个靠拢的周期完全无法估计。如果为了50%的收益苦等10年，实际上还不如把钱存进银行合算。

（2）巴菲特的改进

经过伯克希尔纺织厂的教训后巴菲特发现，对公司估值的关键因素不是一家公司的净值产价值，而是这家公司的赢利能力。我们买入一家公司的股票后，实际上就是与其他成千上万的股东合伙做生意。我们的收益取决于这家公司每年能够赚回多少钱。

此后，巴菲特以格雷厄姆的交易理论为基础又创立了一个新的估值方法——根据公司赢利能力来选择股票。根据这个投资思想，股市上有了一个新的财务指标：市盈率（PE）。市盈率是股票市价和每股收益之间的比值。它反映了投资者投入上市公司1块钱后，凭借每股收益几年能够回本。

投资者应该对市盈率是否合理制定一个标准。例如15或者20。长期来看股票的市盈率会向这个标准靠近。当市盈率过低时，就是公司股价被市场低估的买入机会；当市盈率过高时，相当于公司股价被市场高估的卖出机会。

例如一只股票去年年报的每股收益是1美元，当前价格是10美元。这样这只股票的市盈率就是10。也就是说，投资者买入这只股票后大约10年时间能够回本。以后再有收益就是净赚了。以15的市盈率为衡量标准，这家公司的价值已经被低估。

如果每股收益只有1美元的股票卖100美元。那市盈率就是100，要100年时间才能回本。这家公司股价已经被高估，再投资可不是明智的选择。

巴菲特利用这样的理论在市场上也获利颇多。1972年是美国股市一轮牛市的顶峰。这时股票的平均市盈率高达80。巴菲特发现再投资股票已经不是明智的选择了。于是他把手中的股票卖出，并且坚持不再买入。随后两年，美国股市大幅下跌。到1974年，大量优秀股票的市盈率已经降到了10以下。这时巴菲特看到投资机会。他开始大量买入股票，其中就包括华盛顿邮报。后来随着股价回升，巴菲特大赚一笔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9.2.3 林奇的PEG指标

（1）市盈率估值的问题

利用市盈率为股票估值的方法虽然看似可靠，但是在实际运用时有很大问题。一只股票市价10美元，今年的收益是1美元。按这样算市盈率是10。明年的这只股票的收益可能变成2美元，还有可能变成0.2美元。那时如果股价不变，它的市盈率就变成5或者是50。也就是说：投资者花10美元买入每股收益是1美元的股票，并不能保证10年一定回本。因为股票每年的收益都在变化。

在实际的股票市场上我们也可以发现这个问题。整体上看，不同行业上市公司的市盈率差别很大。这反映了投资者对公司未来赢利变化的判断。一些没落行业，例如钢铁、造纸等上市公司的市盈率，即使在牛市中也可能不会超过10。一些成长性很高的行业，例如新能源、高科技等上市公司的市盈率，即使在熊市中也可能在50以上。

即使在同一个行业中，不同公司的市盈率也会有较大差别。一般来说，那些利润增长很快的上市公司，其市盈率也会比较高。而那些公司规模已经发展到尽头，没有什么前景的上市公司，其市盈率也是比较低的。

（2）PEG指标

我们可以发现一个规律，对于那些未来赢利增长幅度比较大的股票，市场往往会给予更高股价。这类股票的市盈率也就比较高。对于那些未来赢利增长幅度比较小，或者赢利会萎缩的股票，市场会给予较低的股价。

对于不同股票，我们不能用同一个相对合理的市盈率水平去衡量。那我们怎样确定不同股票的市盈率范围呢？

为了解决这个问题，著名投资大师彼得·林奇提出了一个PEG指标（市盈率相对赢利增长比率指标）。PEG指标是用公司的市盈率除以公司未来3～5年的赢利增长速度。这个指标把不同股票未来赢利的增长速度考虑进来，解决了不同增长能力股票市盈率考察标准不一致的问题。

PEG指标越小，股票的投资价值越高。例如，A公司市盈率是30，预计未来5年赢利增长速度大约是60%。那这只股票的PEG指标值就是0.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（30÷60%×100）。B公司市盈率15倍，预计未来5年赢利增长速度大约是10%。那这只股票的PEG指标值就是1.5（15÷10% ×100）。相比起来，肯定是PEG值低的A公司更有投资价值。

林奇在选择股票时，倾向于选择那些市盈率较低、赢利增长速度快的公司。经过计算后林奇发现，自己选择的多数股票PEG值都小于1。因此林奇认为，当一只股票的PEG值大于1时，要么是因为市盈率过高，要么是因为公司的赢利增长速度过低。这样的股票不值得投资。当一只股票的PEG值小于1时，就出现了很好的投资机会。这时PEG值和1之间的差额就是投资者的获利空间。这类似于格雷厄姆所说的安全边际。

（3）PEG指标的不足

彼得·林奇利用PEG指标衡量一只股票的投资价值。但这个方法也有一定缺陷。PEG是由市盈率和公司未来3～5年收益增长水平相除得出的数据。公司的市盈率容易计算，但估算未来收益增长水平就比较困难了。

为了估算一只股票未来收益的增长率，林奇选择的方法是阅读大量的资料，参照他人观点，最后自己理性地做出预测。不过，普通股民根本没有林奇那么高超的预测能力，林奇的这个方法对我们行不通。

很多人采取了一个折中的办法。他们以过去5年的收益增长率作为未来5年的收益增长率。这种方法得出的数据看似可靠，但实际的参考作用有限。当巴菲特购买伯克希尔纺织厂时，这家工厂过去5年赢利可能是增长的。但买入后业绩一路下滑。因此过去5年的收益水平根本无法作为未来收益能力的决定因素。根据这个方法计算出来的数据只能作为投资参考。

从理论上说，林奇的PEG指标是一个非常科学的指标，但并不是实用的指标。这个指标计算起来难度很大。林奇用起来可能顺手，但是普通投资者只能将其作为参考。

9.2.4 巴菲特的股票估值方法

（1）查理·芒格带来的改变

巴菲特离开格雷厄姆·纽曼公司后的最初几年，一只按照格雷厄姆的理论投资。直到认识了查理·芒格，他的投资理念才开始转变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1959年，巴菲特在一个宴会上认识了查理·芒格。当时巴菲特正管理着自己的小型基金，而芒格是一名律师，兼职投资人。两人可谓一拍即合。巴菲特对芒格的评价极高："查理把我推向了另一个方向。本杰明·格雷厄姆曾经教我只买便宜股票，查理却让我改变了这种做法。这是查理对我真正的影响。要让我从格雷厄姆理论的局限中走出来，需要一股强大的力量。查理的思想就是那股力量，他扩大了我的视野。"

芒格协助巴菲特拓展投资方法，使他又向前跨出一大步。在遇见巴菲特之前，芒格已经对评估公司的优劣有自己的看法。与格雷厄姆喜欢买便宜股的思想不同，芒格更喜欢买优秀的股票。

在芒格看来，格雷厄姆的投资标的都属于"雪茄烟蒂"式的股票。格雷厄姆花低价购买那些垃圾股票就像是在大街上捡来雪茄烟蒂一样。短得只能再吸一口，也许冒不出多少烟。但那些喜欢捡"便宜货"的投资者却恰恰喜欢挖掘这种廉价的利润，他们从这"最后一口"中得到天堂般的满足感。

芒格认为，投资者应该选择那些优秀的公司。尽管这些公司的股价不是那么便宜，长期来看它们还是会给投资带来不错的收益。不过，芒格也绝对不赞成那种花高价购买优秀公司的行为。他说过："我从未想要以高于内在价值的价格买进股票，投资游戏永远涉及质量与价格的考虑，诀窍在于取得的质量要高过付出的代价，就这么简单。"

认识巴菲特后的几年中，芒格不断向巴菲特灌输优秀公司的好处。巴菲特的投资思想在芒格的影响下逐渐转变。巴菲特曾说："以一般的价格买入一家非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司强得多。"这句话就是典型的芒格式投资思维。

（2）公司的价值

在芒格的影响下，巴菲特不仅放弃了寻找"雪茄烟蒂"的投资思想。他对公司价值的估算也有了新的认识。他逐渐认识到，公司的价值不只是公司净资产或者每年的赢利那么简单。它还应该包括公司的现金流、公司的商誉、最重要的还有公司的消费垄断优势。这些价值可能不会被算入公司的净资产，但未来肯定会为公司带来大量收益。

1965年，芒格和巴菲特共同决定购入蓝筹印花公司。20世纪五六十年代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的美国，商家们盛行用礼品赠券进行促销。顾客在商店消费之后可以得到一定数量的赠券。只要收集到足够赠券，就可以拿去兑换奖品，包括玩具、碗碟刀叉、纸笔文具等。最早商家自己经营赠券业务。但是随着这项业务规模越来越大，专门从事赠券业务的公司陆续出现。1956年，蓝筹印花公司成立。之后这家公司一度成为加利福尼亚州最大的赠券贸易公司。

商家会把钱不断地存入蓝筹印花公司，用以支付给消费者的奖品。随着奖品被消费者拿走，会有新的资金不断存入蓝筹印花公司。从商家支付到消费者领取奖品之间会有一段时间间隔。所以，在蓝筹印花的账面上总是有一大笔现金可以自由使用。1965年，这笔现金规模大概是6000万美元。

芒格将这笔资金称为"浮存资金"。这是保险行业内的一个术语。我们可以发现，保险公司的账面上也总是有这么一部分资金。

对任何公司来说，拥有这样一部分资金都是十分幸福的事情。重要的是，这部分资金完全不用支付利息。蓝筹印花公司账面上6000万美元无利率、无期限的借款，是它最重要的价值。

在巴菲特买入蓝筹印花公司前，这家公司的管理者丝毫没有意识到这笔资金的价值。他们把资金存在银行。这笔资金既不会计入公司的净资产，也没有产生应有的收益。市盈率和市净率两个指标都将它忽略了。巴菲特和芒格看到了其中的价值。他们很顺利地就完成了收购。

随后，他们利用蓝筹印花公司的浮存金收购了喜诗糖果、水牛城晚报和威斯科金融公司。然后，这些公司产生的现金又被拿去收购更多的公司。有人推算，巴菲特和芒格在收购蓝筹印花公司时总共投入了4000万美元。但几年之后，这笔财富膨胀到10亿美元。

值得一提的是，蓝筹印花公司收购喜诗糖果公司也是违背格雷厄姆理念的投资。巴菲特为喜诗支付的价格是喜诗净资产价值的三倍。如果按照格雷厄姆的投资思想，这笔投资绝对是愚蠢的。不过巴菲特认识到，喜诗糖果有超凡的消费垄断优势。这个优势虽然不会被算入公司的净资产，但是它能产生的价值是无法估量的。以三倍的价格买入喜诗绝对是合算的交易。

巴菲特说自己的投资思想是"85%来自格雷厄姆，15%来自费雪"。其实来自费雪的那15%完全是芒格灌输给巴菲特的。认识芒格后，巴菲特先后收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购了蓝筹印花和喜诗糖果公司。这两笔交易才可以算是他真正的价值投资生涯的开始。

9.3 考察公司的成本控制

9.3.1 巴菲特钟爱的成本控制

巴菲特认为，制造业公司成功的秘诀是成本控制。其实对于多数公司来说都是如此。巴菲特十分青睐可以有效控制成本的公司。在他眼里，成本控制的精髓就是省下每一分钱，然后用它们创造更多利润。在2002年致股东的信中巴菲特讲过一个小故事。

在伯克希尔我们特别强调成本意识。我们的模范是一位准备刊登丈夫讣文的寡妇。丈夫去世后，这位寡妇来到报社刊登一则讣闻。报社告诉她每登一个单词要25美分，于是她要求刊登3个单词："Fred Brown died"（弗雷德·布朗死了）。但报社又表示每则至少要有7个单词。这位哀伤的寡妇稍加思考后，将讣闻改成"Fred Brown died，golf clubs for sale"（弗雷德·布朗死了，售高尔夫球证）。

巴菲特认为，公司应该尽力节省每一分钱。尽管过分节省对公司管理人员来说可能有点苛刻，但对股东来说绝对是好事。在2005年致股东的信中，巴菲特讲述了收购美国商业资讯公司的经过。

在2005年11月12日《华尔街日报》上刊登了一篇关于伯克希尔的文章。文章的作者称："我向巴菲特出售公司比更新驾照还容易。"

读到这篇文章后，美国商业资讯公司的总裁凯茜·巴伦·塔姆拉兹（Cathy Baron Tamraz）给我写了一封信。开头是："作为美国商业资讯公司的总裁，我想向您介绍我的公司了。因为我认为我的公司符合《华尔街日报》上刊登的伯克希尔收购子公司的标准。"

巴菲特称自己特别喜欢她来信中的倒数第二段："我们严格控制成本，限制一切不必要的支出。我们公司没有秘书，也没有管理分层，但我们会大量投资以取得技术领先和推动业务发展。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这次收购的过程非常简单。巴菲特收到邮件后给塔姆拉兹打了一个电话，商量收购细节。很快巴菲特就与美国商业资讯公司的控股股东洛里·洛克（Lorry Lokey）签订了收购协议。

巴菲特喜爱这家公司的原因是这家公司拥有优秀的成本控制机制。美国商业资讯公司在全球150多个国家拥有25000个会员公司和组织。这些公司和组织通过美国商业资讯公司向它们在全球的投资者和相关联系人发布商业信息。从这点上看，这家公司的业务量相当庞大。但公司内没有一个秘书，也没有管理分层。我们很难想象公司怎样维持这种低成本运营。这种将成本控制到难以置信程度的公司，就是巴菲特投资的首选对象。

9.3.2 成本控制不力的公司会不断亏损

巴菲特青睐能有效控制成本的公司。同时他认为，一家公司如果成本控制不力，必定会不断亏损。航空公司就是这方面的典型代表。

在巴菲特看来，航空公司的成本结构仍然停留在过去的高水平，可是其营业收入却因为受到激烈的价格竞争而大幅度下滑。营业收入下滑是很多行业都会面临的问题。在这种情况下，公司必须控制成本才能保持收益。航空公司要想减少成本消耗，必须控制人员的工资，但这对每个航空公司来说都是很困难的事情。除非公司面临倒闭或者已经倒闭，否则很难找到合适的理由来修改劳动合同。

航空公司在不能降低成本的前提下开始恶性的价格竞争。这样的行为必将造成整个行业的灾难。巴菲特在投资航空公司的问题上曾经吃过大亏。

1989年7月，巴菲特的伯克希尔公司花费3.58亿美元购入美国航空的优先股。在此前的1981年至1988年，美国航空一直是优秀的蓝筹股票。它的股东权益报酬率平均达到14%，税前纯收益大约是8%至12%。不过在巴菲特投资后的几年，情况急转直下。美国航空市场上开始了一轮自杀式的价格竞争。1990年到1991年，全美共有六家航空公司申请破产保护。

在1990年到1994年间，美国航空总共亏损了24亿美元，几乎把所有的普通股股东权益都损失殆尽。巴菲特曾经试图折价50%将手中的股票卖出，但无人问津。到1994年，他将这笔投资的账面价值由3.58亿美元调低到0.895

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元。这表示他已经承认自己这笔投资损失了75%。

通过收购美国航空的这次惨痛失败，巴菲特认识到，任何无法有效控制成本的公司都不能投资。随着经济发展，很多行业都会经历收入减少的困难时期。面对收入减少，那些能有效控制成本的公司至少能够保全自己。而那些对成本丝毫没有控制力的公司只能陷入危机。

9.3.3　伯克希尔的成本控制

巴菲特曾经说："每当我听说有公司提出自己的成本削减计划时，我就又发现了一家不了解什么是成本控制的公司。真正优秀的经理人不会在某天早上起床后一拍脑袋说：'今天开始我要控制成本了'。对成本控制这件事，短期突击解决不了问题。"

伯克希尔无疑是全球赢利能力最强的公司之一。按理说这家公司不会有任何成本压力。但是观察后我们可以发现，成本控制的理念已经遍布伯克希尔的每个角落。在我们看来巴菲特的公司可能没必要那么节省，但是按照巴菲特的理论：今天省下的一块钱可能是下个100万美元的开始。

在2006年致股东的信中，巴菲特称公司2006年的净值增加了169亿美元，总资产为2484亿美元，仍然是世界上规模最大的公司。伯克希尔及其控股公司拥有73个实体，21.7万名员工。

但是，这个庞大经济体的实际管理者只有"一对老头"：巴菲特和芒格。此外，公司总部所有员工加起来只有13.8人。包括1位行政助理、1位接待员、1位勤杂主任、4.8位会计（4位全职、1位兼职每周上班4天）、1位预算控制主任、1位税务主任、1位金融资产主任、1位首席财务官、1位保险经理、1位贸易商。我们可以发现伯克希尔根本没有很多公司常设的司机、法律顾问、公关人员。这样简单的组织结构是世界500强中绝无仅有的。巴菲特为公司股东节省了雇佣额外人员的大量费用。

除了减少人员开支外，巴菲特对公司发放给董事长的报酬也百般克扣。当然，董事长就是他自己。巴菲特是全球投资成绩最好的基金经理之一，也是最成功的董事长之一。但是在世界500强所有公司的董事长中，他的薪水是最低的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年，巴菲特连续第29年领取了10万美元的固定年薪，没有任何奖金，也没有股票期权或者其他津贴。此外，他还向公司返还了5万美元，以补偿邮寄、个人电话费用以及用来处理其个人事务的公司员工的时间成本。

伯克希尔副董事长查理·芒格在2009年的年薪同样是10万美元。为了支付个人费用，他向公司返还了5500美元。

2009年，这对年薪均为10万美元的老头总共为伯克希尔股东赚到80.6亿美元的净利润。

巴菲特曾经给自己做过一个“大特写”，献给伯克希尔的股东：巴菲特就是你的合伙人，他在为你勤奋工作。他没有利用股东们的共同财产为自己建造任何纪念物，没有巴菲特高塔，没有巴菲特大厦，没有巴菲特机场，没有巴菲特大街，也没有巴菲特动物园。

在1996年致股东的信中，巴菲特说：“在纳税之后，公司总部花费的费用总额占公司净资产还不到两个基本点（一个基本点是万分之一）。尽管如此，查理还是认为费用支出的比例太高。他不断责怪我购买了私人飞机——‘不可原谅号’。”

在1998年伯克希尔股东大会上，巴菲特说：“我们的税后营运成本已经降低到公司净资产的0.5个基点。与我们不同，很多共同基金的运营成本都是125个基本点。这意味着他们每管理1万美金所消耗的费用是我们公司的250倍。”

9.4 分辨公司的合理负债

9.4.1 真正优秀的公司不需要负债

（1）负债和财务杠杆

财务杠杆是公司通过负债经营，使股东收益大于公司实际收益的一种方法。在公司管理学中，公司负债的目的就是为了获得财务杠杆，借以提高股东收益率。

例如我们投资100万成立一家公司，这家公司的年收益率是20%。那如果没有负债，我们本该获得的收益率也是20%。现在，这家公司又借入100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万用于经营，年利率10%。那么按照20%的赢利水平计算，投资加借款总共200万可以获得40万的收益。扣除10万利息，我们的净收益是30万。相当于在预计收益率为20%的投资项目上获得了30%的实际收益率。

我们可以发现，通过负债经营，股东获得了更多的收益。这是财务杠杆的好处。因此，多数公司经理人在经营过程中都倾向于大量负债。

不过，巴菲特认为，一家好的公司根本不需要负债经营。他曾经引用一位朋友的话说："如果你足够聪明，就不需要它；如果你不聪明，那即使用了财务杠杆也无法创造价值。"

（2）真正优秀的公司不需要负债

巴菲特认为，优秀公司的普遍特点是负债率很低。公司负债率越高，投资就越危险。他的这个理论与现代公司管理学完全相反。他坚持低负债经营的策略也和多数经理人完全不同。但巴菲特用事实证明，自己是正确的。

1987年，巴菲特引用《财富》杂志的研究数据来支持自己的观点。

《财富》杂志的研究表明，在1977年到1986年的10年间，美国1000家上市公司中只有25家能够连续10年保持平均股东报酬率超过20%，并且没有一年低于15%。毫无疑问，这些股票都是市场中最优秀的。进一步观察我们可以发现这些股票有两个共同特点。

第一，相对于本身对利息的支付能力而言，他们的负债很少。这与巴菲特的理论不谋而合："一家真正的优秀公司根本不需要借钱经营。"

第二，从经营的产品看，除去一家所谓高科技公司和少数制药公司外，大多数公司的产品和业务都十分普通。它们经营的商品或服务在10年间几乎没有什么变化。

巴菲特经常拿自己的伯克希尔公司来说明"优秀公司不需要负债"的投资哲学。在1987年致股东的信中，巴菲特说伯克希尔旗下七家非金融事业子公司的年息税前利润高达1.8亿美元。扣除所得税后，它们的利润仍高达1亿美元。与公司净资产相比，这相当于股东获得了57%的净收益。

而这七家公司共同的特点就是负债很低。他们一年的利息支出加起来只有200万美元。与1.8亿的税前利润相比，这算不了什么。

1989年，巴菲特又收购了一家没有负债的公司：波珊珠宝（Ben Bridge

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Jeweler)。波珊珠宝是奥马哈的一家珠宝商，占有当地市场份额的55%左右。这家公司完全没有负债。库存10万件珠宝全部都是公司的自有财产。这部分珠宝总价值为6000万～7500万美元。波珊珠宝公司高级管理人员唐纳德·耶鲁透露说，巴菲特当时收购该公司的主要因素之一，就是这家公司没有负债。

这次收购同样十分简单。唐纳德·耶鲁回忆说，他们的收购谈判只有短短10分钟。巴菲特一共问了5个问题，分别是一些简单的财务状况以及他们是否愿意留下来。波珊珠宝的老板艾克·福莱德曼不用翻看账本就熟练地做出回答。随后他们没有费事就商定了收购价格。最后巴菲特对他们说："现在，请你们忘掉刚才发生的事情，还像以前那样努力工作吧。"

根据约定，他们没有公开这次收购一共花了多少钱，不过肯定超过6000万美元。巴菲特非常满意波珊珠宝没有任何负债。当他开了一张现金支票给对方时说："我只和少数几个人以这种方式做生意，它们没有一家是财富500强公司。"

（3）高负债的危机

在主流的公司管理理论中，财务杠杆是公司获利的必备工具。几乎所有大型公司都在负债经营。但这些公司业绩如何呢？根据《财富》杂志1988年的统计，在全美国500家最大的制造业公司和500家最大的服务业公司中，只有6家在过去10年的股东权益报酬率超过30%。至于巴菲特在1987年提到自己旗下公司的57%的收益率，没有任何一家公司能够超过这个水平。

经典的管理学认为，巨额的债务会迫使公司管理人更加专注地经营，进而取得良好的业绩。巴菲特把这种理论比喻成"把匕首插在破车的轮胎上"。我们可以确定驾驶员会小心翼翼地开车。但另外还有一个方面要考虑，那就是一旦路上出现一个小坑或者小石块，将会发生致命的车祸。不幸的是，在公司运营的道路上，布满了这种坑坑洼洼的障碍。一个想要避开所有意外的计划实在是一个危险的计划。

当出现债务恐慌时，高负债的资本结构注定会导致公司破产。某些公司的负债比率甚至高到最优秀公司也无法承受的地步。例如一家坦帕湾的地方电视台，它一年的利息负担甚至要超过它一整年的营业收入。也就是说即使所有的人工、服务都不要成本，且营业收入能大幅增加，这家电视台也难以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免破产的命运。

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司负债率一定要低。公司负债率越高，那么你的投资风险就越大。虽然坦帕湾地方电视台的例子非常特殊，但它却验证了“高额债务必将导致失败”的朴素真理。

9.4.2 合理负债和不合理负债

（1）巴菲特喜爱的负债

巴菲特虽然不赞成公司负债经营，但是对于一些特殊的负债，他还是情有独钟。例如蓝筹印花公司预收的赠券金、沃尔玛应该付给供货商的货款，还有政府雇员保险公司和通用再保险公司预收的保险金。这些资金虽然被计入会计报表的负债一类，但并不属于财务杠杆的应用。在巴菲特眼中，这些负债与从银行贷款获得的负债有很大不同。

1 这笔资金不用支付利息。这笔资金是从张三手中流向李四手中的，公司在其中只是一个经手人，不仅不用计算利息，有时还可以收取管理费。例如有商家向消费者提供赠品，蓝筹印花公司只是充当商家和消费者之间的支付渠道，它不需要向两者中任何一方支付利息

2 这笔资金几乎是无使用期限的。继续以蓝筹印花公司为例子，从张三支付资金到李四支取奖品之间会有一段时间间隔。而李四支取奖品之前，可能张三已经把新的一笔资金存到公司账上。因此我们可以发现，蓝筹印花公司账上总是有一大笔资金可供使用。这就像是有满满的一池水，同时把进水管和出水管打开，只要两根水管流水速度相同，这池水的数量就可以一直保持不变

（2）保险浮存金

所有保险公司都拥有和蓝筹印花公司相似的一笔负债。在保险行业中将这笔负债称为“浮存金”。

以养老保险为例。投保人从缴纳养老保险到真正领取养老金之间可能会有几十年的时间。这段时间内交付的保费就会存在保险公司账上，成为保险公司的浮存金。保险公司可以持有这笔钱长达几十年。因此养老保险业务的浮存金总是很高。

与蓝筹印花公司预收的奖金不同，保险公司的浮存金可能要支付利息，但利率往往很低。例如投保人投保1000块，30年后可能要领取2000块。这笔投资看似对投保人合适，但按照复利算下来，年收益不到2.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（$1000\times1.025^{30}=2098$）。

其实，如果把所有投保人当做一个整体考虑，多数保险品种的收益率还不到2.5%。有些只向个别投保人赔付的意外保险甚至是负收益。所以从保险公司的角度考虑，浮存金实际上是为它们提供了一大笔利率极低的长期贷款。

在2002年致股东的信中，巴菲特说："自1967年伯克希尔开展保险业务以来，公司的浮存金每年以超过20%的复合增长率增加。2001年年底的浮存金是355亿美元，2002年年底已经增加到412亿美元。令人惊喜的是，这一大笔浮存金大部分时间的成本都小于零，也就是说光拿着它们不动就能赚钱。"

巴菲特说，任何一家公司的获利能力都取决于三个方面：资产报酬率、负债的成本和财务杠杆的运用。多年来，人们都知道伯克希尔在资产报酬率方面表现得十分优秀，给股东带来大量利润。然而很少人会注意，伯克希尔在负债的成本控制上表现同样出色。这也让股东收益不少。与前边两点相比，伯克希尔在财务杠杆方面就显得过分保守了。

9.4.3 握有大量货款的苏宁电器

沃尔玛是巴菲特钟爱的上市公司之一。这家公司也有着与蓝筹印花公司、保险公司类似的一大笔资金。多数沃尔玛的商品都是代销。也就是消费者购买一段时间后，沃尔玛才向供货商结算货款。这样货款就会在沃尔玛的账户上停留几周甚至几个月的时间。在此期间内，沃尔玛可以自主使用这笔资金。

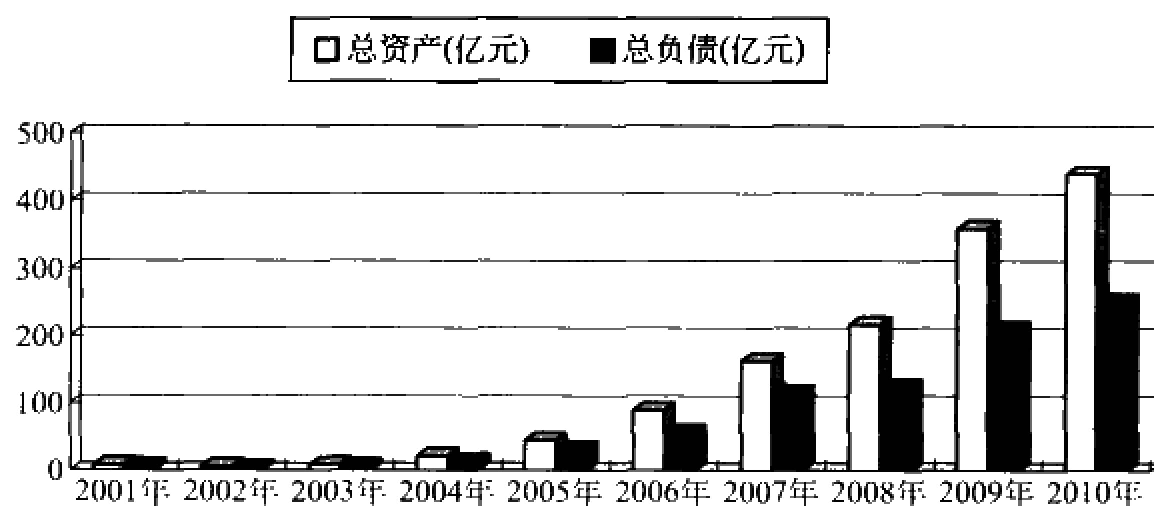


图9-1　苏宁电器总资产和总负债比较

苏宁电器有着和沃尔玛相似的业务模式。如图9-1所示，苏宁电器自上市以来，资产中有很大一部分都是由负债构成的。其负债占总资产的比例在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001年上市前曾高达85%，2007年也有70%，2009年是57%。

按理说，苏宁电器这么高的负债比率是极不科学的，但是苏宁电器最近几年却快速发展。同样在图9-1中，我们可以发现苏宁电器的资产规模不断扩大。其2001年的总资产只有6.8亿，2009年扩张到358亿。这种高速增长主要得益于苏宁电器利用负债的扩张方式。

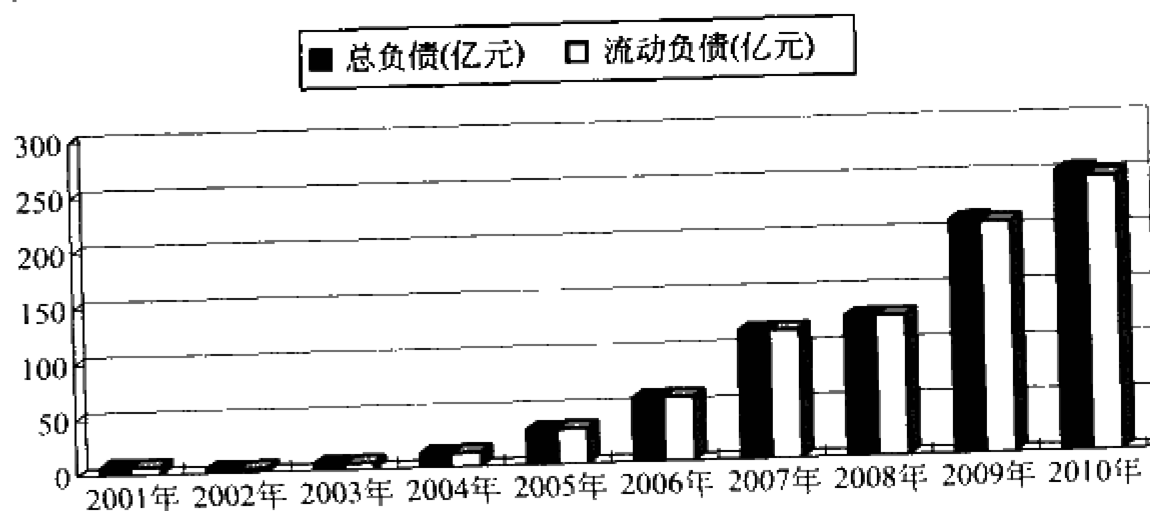


图9-2 苏宁电器总负债和流动负债比较

如图9-2所示，仔细观察苏宁电器的负债结构我们可以发现，这家公司每年的负债中都有超过99%的部分是流动负债。而流动负债最主要就是苏宁暂欠供货商的货款。这笔资金会常年留在苏宁的账上。在每笔货款到期支付的同时，总会有新的销售款流入。而且这笔资金完全不用支付利息。

随着苏宁电器的扩张，这种负债会原来越多。2009年，苏宁电器的流动负债已经达到207亿人民币。苏宁电器可以拿这笔钱去自主投资。

对苏宁电器来说，投资的最佳途径自然是开更多门店，扩大公司规模，然后获得更多的流动负债资金。这就是苏宁电器能够做到快速扩张，“两天半一家新店”的动力来源。随着这种快速的扩张策略，苏宁电器的资产规模自然也就越来越大。

当然，苏宁电器能够取得大量的无成本资金，最终还要归功于苏宁电器的消费垄断优势。苏宁电器的消费垄断优势在于，它几乎是供货商和消费者之间最重要的桥梁。供货商要想与消费者之间建立良好的通道，苏宁电器是绕不过去的一个“收费站”。如果一个家电品牌不把货物摆到苏宁的卖场，很多消费者就会认定这是一个垃圾品牌。对很多家电厂商来说，在苏宁电器的卖场里摆放一个专柜比在电视台做广告更加有利于公司品牌效应的提升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有这个消费垄断优势后，苏宁电器不仅获得更多的销售利润，在与供货商谈判时也就有了更多筹码。例如有供货商要求销售商必须将货款在一个月内付清，苏宁电器往往可以把把这个期限拖到一个季度甚至半年。通过简单计算我们知道，同样是每天销售100万货款的商场，让销货款在自己手中停留一月后再支付给供货商，和停留半年再付给供货商的结果是完全不同的。在后一种方式下，商场手里的资金量会增加6倍。这意味着它能以6倍的速度高速扩张。

9.5 会计措辞的陷阱

9.5.1 不完整的信息：选择性披露

学习一些财务报表的知识可以让人很清楚地分辨出那些垃圾公司。但是很多情况下，垃圾公司表面上看十分优秀。聪明的经理人会雇佣一大群技术娴熟的会计师和律师，利用合理的会计手段把不好的业务隐藏起来。选择性地向投资人展示自己最好的信息。这就像是在路边摊上买苹果，聪明的商人总会把坏掉的藏在你不注意的角落里。

巴菲特对这些聪明的经理人深恶痛绝。他表示自己对上市公司详加介绍的人员数量、工厂或产品描述没有什么兴趣。这些内容根本不值得相信。巴菲特最痛恨的是财务报表中“有关扣除折旧摊销税负利息前的盈余”（EBITDA）这个数据。他认为，折旧、摊销、税负、利息等都是公司在经营中不可避免的成本。如果计算盈余时不考虑这些就根本无法反映公司的经营成果。但是很多经理人总是喜欢夸大“有关扣除折旧摊销税负利息前的盈余”的重要性。而这个指标就属于那种很容易就能利用会计手段来修改的。

安然公司曾经是世界上最大的能源交易商，最多时曾控制美国20%的能源市场。公司在2000年的总收入高达1010亿美元，排名《财富》杂志美国500强公司的第七位。此外，安然公司的股票也是华尔街上的宠儿。在公司爆出丑闻之前，安然股票一直是所有证券评级机构都强力推荐的绩优股。

然而在2002年，这家曾经优秀的公司轰然倒塌。安然公司的破产源于公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司内部持续多年精心策划，乃至制度化、系统化的财务造假丑闻。现在，安然已经成为公司欺诈、堕落的象征。

巴菲特曾经应美国证监会的邀请，对解决类似安然这类事件提出意见。他认为，要想让类似安然的这类事件不再发生，并不是制定新的法律就能解决问题的。即使法律再完善，也总会有聪明的经理人可以绕开法律监管。

其实最关键的问题是迫使公司高级管理人员更完善地披露公司信息。虽然现在公司已经向投资者披露了大量的信息，但很多公司提供的都是完全无价值的东西，而不是投资者需要的信息。他仔细地反复阅读过一些持有大量衍生产品的金融公司的财务报告附注。但除了一些毫无价值的信息和根本看不懂的信息外，毫无收获。他根本没有发现自己真正需要的东西："如果发生财务困难，这些公司怎样继续经营下去？"

在公司的年报中，有很多东西是投资者看不懂的，例如复杂的财务报表附注。按照巴菲特的说法：复杂难懂的财务报表附注代表公司管理层在不自信地遮遮掩掩。如果你根本看不懂管理层的说明解释，那通常是因为他们根本没想让你看懂。解决这类问题最好的办法就是——继续查看下一家公司。

9.5.2 不客观的信息：预测未来赢利

巴菲特曾经多次引用过伊索寓言中"一鸟在手胜过两鸟在林"的谚语。

一只夜莺被老鹰抓住了。夜莺看到老鹰要吃掉自己，就试图说服老鹰。它说：我太小了，无法让您饱餐一顿。建议您还是去抓只更大的鸟吧。

但是老鹰回答说：如果为了可能抓到的大鸟而放掉你这只到手的夜莺，那我就是世界上最大的笨鸟了。

"一鸟在手胜过两鸟在林"意指现在实际拥有的东西比未来可能出现的东西更加重要。但是在投资时，很多投资者都忽略了这一点。

上市公司的经理人很多都像是那只夜莺。他们对投资者说："我们的公司虽然现在赢利不多，但未来可以获得大量利润。为了这些未来的利润，请放弃那些现在已经很好的股票并把钱交给我们吧。"

巴菲特认为，上市公司经理人推测自己公司的利润是相当危险且不道德的行为。尽管华尔街的分析师和他们自己的公关部门会提出预测赢利的要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求，但经理人自己应该断然拒绝。

在他看来，公司很少能在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，所以公司赢利很难向预计的那样增长。实际上包括伯克希尔在内的多数公司都无法客观地估算出自己未来的赢利。很多公司预测的未来赢利只是凭经理人的主管臆断。

在2002年致股东的信中，巴菲特说："目前查理和我不仅不清楚自己管理的公司明年能赚多少钱，我们甚至不知道下季度能赚多少。我们不知道其他公司的经理人是怎样预测出他们未来赢利的。如果他们真的每次都能预测准确，我们宁愿相信这里边有鬼。那些习惯于设定目标的人，总有一天会为了达到目标而被迫造假。"

经理人心中有一个经营的目标并不是坏事，他们会为了达成目标而努力工作。但如果经理人以此来蛊惑投资者，结果就不那么乐观了。当经理人用尽自己掌握的经营方法都无法达到目标时，他们会转而求助会计方法。这就像是病入膏肓的病人对医生说："我实在是承受不起另一次手术，不过你是否可以考虑把我的X光片给补一补？"

会计骗术造成的影响是滚雪球式的。一旦经理人编制今年业绩时挪用了明年的赢利，那明年就要挪用以后更多的赢利来弥补。在巴菲特看来，这种行为就是抢钱，尽管这种方法比用枪抢钱容易得多。在巴菲特的投资生涯中，他一向对那些拥有华丽的赢利预期，并且每年都能完成目标的公司持怀疑态度。

投资者在评估公司的赢利时，一定要谨记美国前总统林肯说过的一句话："如果一只狗连尾巴也算在内的话，总共有几条腿？"尾巴永远是尾巴。无论算不算尾巴在内，狗只有四条腿。预计的赢利只是这种尾巴。投资者在衡量一家公司的赢利能力时，千万不能把"预计"和"实际"混在一起。只有实际的利润才有参考价值。

9.5.3 不确定的信息：保险公司盈余

（1）保险公司的负债

会计学里有一个术语叫"或有负债"。这是指那些不知道未来是否需要支付，或者不知道需要支付多少的公司负债。在保险公司中，就存在大量的这种负债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为，投资者在衡量保险公司的业绩时，应该对财务报表的盈余数字抱有怀疑态度。根据过去的经验，很多保险公司财务报告中靓丽的盈余数字到最后都是一场空。当然，保险公司对这种错误也是无能为力的。就算是最有良知的保险公司也无法推算出自己开出的保单到最后是否需要赔付，或者应该赔付多少。他们写在财务报表上的负债和最终需要支付的赔款可能有天壤之别。

审计师当然知道保险业的经营风险，但是他们仍然会给出无保留意见的审计报告，并且以肯定的口气说：该财务报表“允当表达”了公司的风险状况。投资者则完全相信审计师的意见，因为他们完全搞不懂“允当表达”是什么意思。最终，一些未来可能出现的负债就被保险公司的财务报表完全忽略了。

巴菲特曾经讲过一个旅居海外人士的故事。有位先生，常年旅居海外。有天姐姐来消息说父亲过世了。他表示说自己无法回家参加父亲的葬礼，不过他愿意负担所有的丧葬费用。

几周后，他收到一张4500美元的账单，他照价付清。但是谁知道从此开始，他每个月都会收到一张10美元的账单。他询问姐姐这是怎么回事。姐姐回答说：忘了告诉你，父亲的寿衣是租来的。

在保险业中，这样“租来的寿衣”到处都是。更严重的是这些账单可能几十年都不会寄到公司手上。公司里资历最老的人可能都将它忘记了。然后突然某一天，大量要求赔款的账单就从天而降。巴菲特曾经形象地比喻说，如果理赔部门的负责人走进总经理办公室，然后说：“猜猜发生了什么？”他的老板如果有足够经验，应该知道这次绝听不到什么好消息。对于保险行业，意外的消息往往就代表额外的损失。

（2）损失准备金没有太大帮助

每个保险公司都会提取一定数额的损失准备金。很多投资者想当然地认为这笔损失准备金足以应付公司未来可能面对的意外情况。但在巴菲特眼中，这种想法是可笑的。虽然如果能准确估算出未来的损失，并且按照复利折现，的确可以算出比较准群的损失准备金水平。但是由于一些不可抗的意外原因，保险行业内对损失准备金的提列一直是不合理的。

巴菲特认为自己投资生涯中最大的失误之一就是购买了通用再保险公司。当时这家公司的经理人严重夸大了自己的价值，并且隐藏了大量的风险隐患。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用再保险公司的前身是挪威全球保险公司。随着美国业务扩大，这家公司将总部移至美国。后来，通用再保险先是与科隆公司合并，之后又收购了国家再保险公司。最终，通用再保险公司垄断了几乎整个美国的再保险市场。

20世纪90年代，美国保险业整体陷入危机，行业内竞争加剧。很多优秀的保险公司纷纷倒闭。这时通用再保险公司也陷入危机。公司旗下科隆人寿再保险公司为了获得更多收入，参与了一项雇员收入再保险项目。这个项目实施过程中出现了重大失误：公司每收入1美元保费却要支付1.25美元的补偿。这笔业务就造成公司损失10亿美元。通用再保险公司陷入了危机。

借助这次危机，巴菲特开始了收购通用再保险公司的计划。尽管他表示自己已经与通用再保险公司的管理层充分协商，也考虑到其中所有的不利因素，但事实证明，他考虑得还不够周全。

1998年收购通用再保险公司后，巴菲特认为只要预留出足够的损失准备金，就不会有太大问题。但是随后两年，通用再保险公司的赔偿金额不断扩大，远远超过预先估算的水平。巴菲特的收购不仅没让通用再保险公司起死回生，还拖累伯克希尔的市值也大幅下跌。为此很多股评家指责巴菲特说他这次收购只是为了出风头，搞个人崇拜。

直到2000年年底，巴菲特才通过一系列的重组使通用再保险公司摆脱困境。他为此消耗了巨大的精力。相比之下，通用再保险公司给他带来的收益比较有限。

通用再保险公司摆脱困境的主要原因是巴菲特财力雄厚。他可以在伯克希尔调用大量资金去资助通用再保险公司。这次事件后他不得不承认，“如果通用再保险公司还是一家独立的公司，那么该公司的生存将会受到巨大威胁。”

实际上，保险公司一旦陷入危机，这种危机就绝对不会是轻易可以解决的。例如政府雇员保险公司在1970年就陷入类似的危机。公司因为错误地估计了未来的损失，导致保险产品定价过低。连续很多年保单的销售收入都完全不够赔偿金的支付。在这种情况下，保单的销售越火暴，公司的亏损就越多。

1976年，政府雇员保险公司的股价已经从61美元跌倒2美元。公司濒临破产。这才为巴菲特提供了逢低买入的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章 ▸▸▸

在中国股市学习巴菲特

我看好中国市场，不要计较短期的情况。未来10年中国股市必将是世界之最。

——巴菲特



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.1 盲从追随会有很大风险

10.1.1 巴菲特也会犯错

虽然巴菲特有成熟的投资方法，但他在投资过程中也会经常犯错。投资者如果盲目购买巴菲特持有的股票，会面临很大的风险。

巴菲特曾经说过“我过去犯过很多错误，这就是一种必然规律。我可以向大家保证，我将来还会犯很多的错误，不过我会很快地纠正这些错误。我不是完美的，肯定会犯错。查理也这么想。”在他的投资生涯中，巴菲特犯过几个重大的错误。但事后他总能在这些错误中总结经验。

（1）痴迷“雪茄烟蒂”投资法：霍斯柴尔德·孔恩百货公司

巴菲特曾经向他的老师一样痴迷于所谓的“雪茄烟蒂”投资法。他曾经购买一家名叫霍斯柴尔德·孔恩的百货公司。这家公司的购买价格远远低于其账面价值，但公司并没有很好的发展前景。几年后，这家公司的业绩一直毫无起色。巴菲特只能以大约相当于当时买入成本的价格出售这家公司。

启示：以一般的价格买入一家非同一般的好公司，要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司强得多。

（2）投资不景气的行业：美国航空公司

巴菲特1989年购买美国航空公司优先股。虽然这是一家优秀的航空公司，但无奈整个航空业都进入衰退期。大量航空公司破产。美国航空公司业绩也一路下滑。巴菲特的这笔投资大幅亏损。

启示：一匹能数到十的马是杰出的马，但不是杰出的数学家。

（3）投资看不懂的公司：水牛城晚报

1977年，巴菲特买下了出版《水牛城新闻报》的水牛城晚报公司。当时他认为只要按照自己的想法改革，《水牛城新闻报》就可以挤掉同城的另一家竞争对手：《水牛城快报》。但事实证明他的策略完全失败。两家公司竞争的局面并没有任何改变。直到1982年《水牛城快报》停刊，巴菲特的这笔交易才摆脱了亏损的局面。

启示：我一直在寻找我能越过的1英尺高的栅栏，而不是7英尺高的栅栏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）以优秀股票换一般股票

1993年，巴菲特以伯克希尔公司的股票代替现金，买下了戴克斯特制鞋公司（Dexter）。虽然戴克斯特是一家优秀公司，交易价格在当时看来也十分合理。但问题是，伯克希尔要比戴克斯特更加优秀。这笔交易相当于卖出伯克希尔股票去购买了戴克斯特制鞋公司。以2010年年初伯克希尔的股价计算，这笔交易花去了巴菲特大约25亿美元。

启示：不要砍除鲜花当做野草的肥料。

10.1.2 巴菲特不会透露自己的股票

与绝大多数的职业投资人一样，巴菲特绝不会轻易透露自己的投资信息。因此，市场上很多“巴菲特概念”股票都只限于小道消息。盲目买入这些股票会面临很大风险。

巴菲特可以将自己的投资方法与所有人分享，但绝对不会告诉别人自己正在买卖什么股票。他对自己投资策略的保密程度几乎到了疑神疑鬼的地步。

在罗杰·洛文斯坦的《巴菲特传》中说：“巴菲特非常害怕自己会说梦话，因为这样他的妻子可能会听到他的投资策略。”此外，他还曾经认为有人在他办公室对面的饭店监视他，利用技术手段对他的办公室进行窃听。为此，他还专门雇佣了一家安全公司前去检查，结果什么都没有。

即使是巴菲特的合伙人，也难以知道巴菲特把钱投向哪里。早期管理合伙公司时，巴菲特与合伙人约定：“他平时不透露任何具体的投资信息，只是一年汇报一次投资业绩。”有一次，一位合伙人闯进巴菲特的办公室，想要搞清楚自己的钱到底投向哪里。巴菲特并没有理会这个要求，并且要求自己的秘书：“抬高价格把那家伙挤出合伙公司。”巴菲特认为，这位合伙人“坏了规矩”。

虽然巴菲特买卖一只股票会涉及大量资金，时间跨度也很长，但是他会尽量让自己的交易隐秘进行。很多公司都是在巴菲特的交易完成后才知道自己已经被收购了。

巴菲特购买中国石油H股的交易被公众知道，就经历了一番周折。与很多交易一样，巴菲特悄无声息地买入中国石油H股。他在很长一段时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内分批买入，这样可以让股价不至于发生剧烈的变化。直到2003年他持股量达到7.17%时，市场对此还毫无察觉。但这时香港证监会修订了法律，要求持有5%以上流通股份的股东必须进行“权益披露”。此前这一比例是10%。这个修订让巴菲特不得不“露出马脚”。当伯克希尔披露自己持有中国石油股票后，这只股票价格大幅上涨。巴菲特也就失去了继续低价买入的机会。

10.1.3 巴菲特的“绯闻”A股：大杨创世

“老巴吹口气，中国股民追岔气！”这是很多国内股民的真实写照。

巴菲特不会透露自己具体投资的股票，但市场上却从来不缺少巴菲特的“绯闻”A股。尽管“绯闻”中猜测的成分居多。不过无论这些猜测是否合理，只要沾上“巴菲特概念”的股票就会被大量股民追捧，股价一飞冲天。当谎言被戳破，炒作热情退去后，追高买入的股民多数都会被高位套牢。

在巴菲特的绯闻A股中，最著名的是大杨创世。

2009年9月10日有媒体称，巴菲特在大杨集团创建30周年之际，寄来了一份时长3分钟的DV视频表示祝贺。大杨集团是大杨创世的控股股东。巴菲特在视频中称自己拥有9套“创世”西装，并且认为自己应该和比尔·盖茨一起开家男装店，卖李女士（指大杨创世董事长李桂莲女士）的西装，“我们会是出色的推销员。”

9月11日，市场上有消息称：巴菲特已向大杨创世表达了合作意向。不久之后，大杨创世的董事长将到美国会见巴菲特，洽谈双方合作的事情。从这一天开始，大杨创世的股价一飞冲天。5个交易日内涨停4次，涨幅高达56%，如图10-1所示。

但是到了9月16日，大杨创世公司公告说：巴菲特先生除了是公司“创世”品牌西装客户外，公司与其及其所在的公司之间不存在应披露未披露的商业信息以及其他关联关系。由此可以看出，大杨创世这只“巴菲特概念”股票完全是炒作出来的。

除了大杨创世以外，市场上这种炒作出来的“巴菲特概念”股票还有中信银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

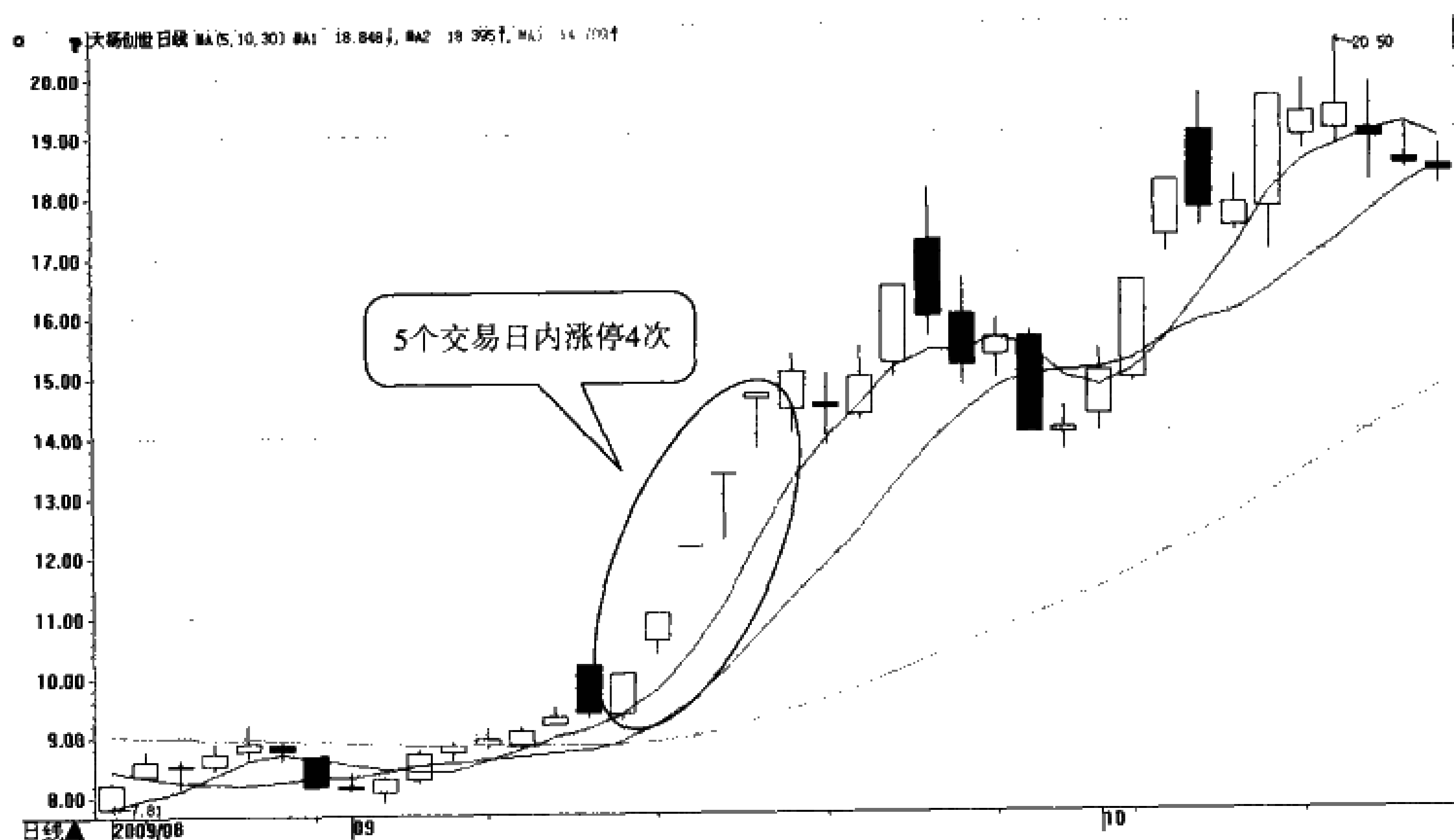


图10-1 大杨创世股价连续涨停

2008年8月，巴菲特表示自己曾准备出资5亿美元收购中国的某A股股票，但由于受控股权限制，最终未能成交。8月26日，某财经专家发表文章称：巴菲特准备买入的股票是中信银行。这天开盘后中信银行股价迅速冲高。但是当股价冲到涨停后就开始回落。当天有大约2亿资金在高位被套牢，如图10-2所示。

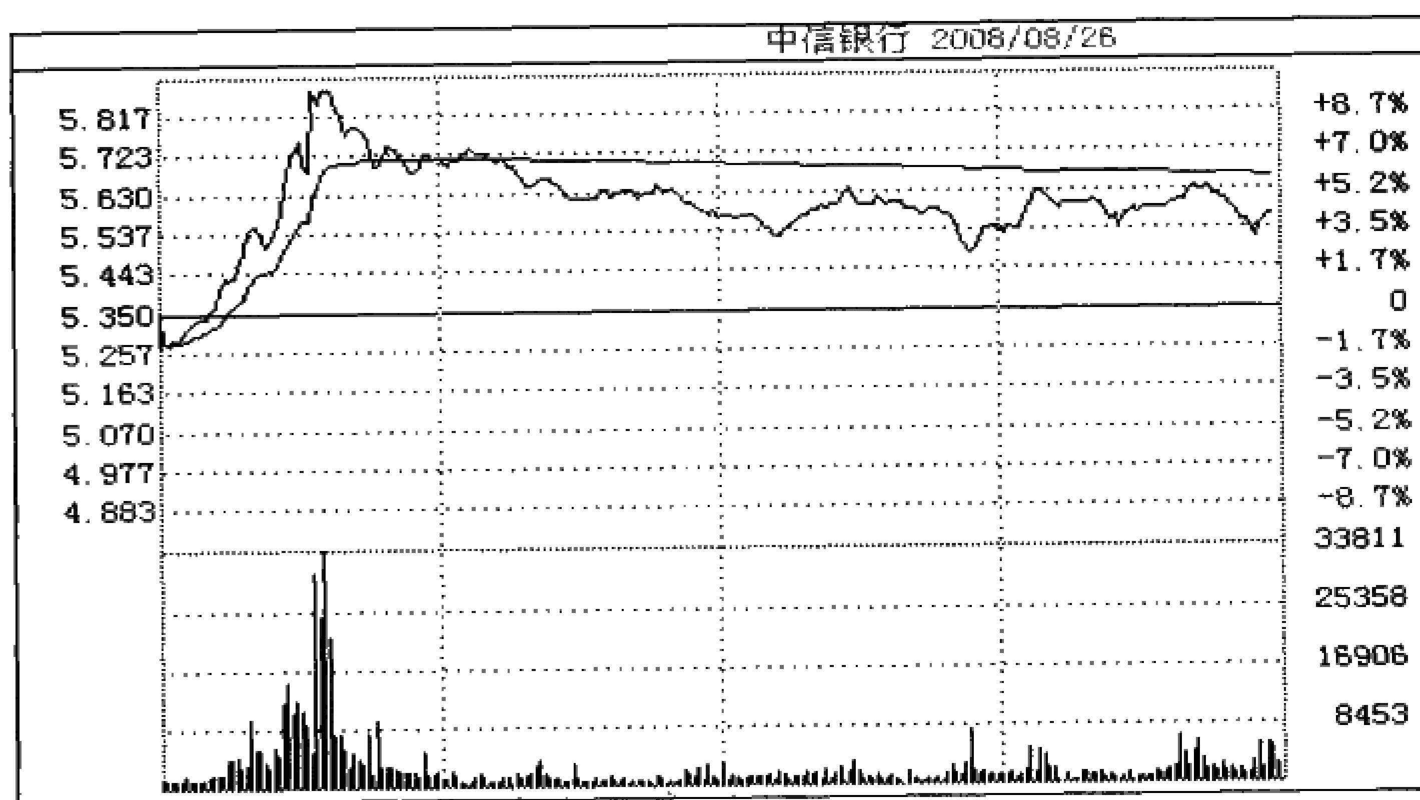


图10-2 中信银行股价冲高回落

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.2 巴菲特理论同样适合中国

10.2.1 巴菲特的成功不是偶然

自从格雷厄姆提出价值分析理论后，市场上对这种理论的质疑声就从来没有停止过。20世纪80年代，巴菲特依靠自己的价值分析理论跻身福布斯富豪榜，这之后对于他的质疑也开始多了起来。有人说他是"偶然连续掷出几十次正面硬币的幸运儿"，还有人挖苦他是"在键盘上随机敲出莎士比亚全集的猴子"。

1984年，哥伦比亚大学举办了一次"格雷厄姆和多德《证券分析》出版50周年"的纪念活动。巴菲特对这些质疑做出了回应。

我们可以假想一场全美国的猜硬币大赛。每天早晨太阳升起时，全美国2.25亿人都会走到门外抛出一枚1美元硬币，并猜硬币出现的正反面。错误的人会遭到淘汰。猜对的人则能从猜错者手中赢得1美元，并且继续第二天的游戏。每天都有一半人会被淘汰，奖金则会翻一倍。

经过10个早晨的10次投掷后，全国大约会有22万人连续10次猜对硬币的正反面。他们每人赢得的资金将超过1000美元。在人性的驱使下，他们会炫耀自己的战绩，宣称自己对硬币有着奇异的洞察力。

再经过10天，就会有大约215人连续20次猜对结果，现在他们的奖金要超过100万美元。此时，这215人可能完全沉迷于自己的成就中。他们可能开始著书立说："我如何用1美元赚到100万美元。"他们开始在全国各地演讲，宣扬自己猜硬币的理论。如果有人质疑，他们会趾高气扬地说："如果我的理论不正确，为什么我会成为215人之一呢？"

但是，某商学院的一位教授说出了实情：如果有2.25亿只大猩猩参加这个比赛，结果也会大致有215只连续赢得20次的投掷。

看到这里，你可能认为那些质疑巴菲特的声音很有道理。如果让大猩猩随机挑选股票投资，只要猩猩的数量足够多，完全可能有某只猩猩也会取得"股神"一样的收益。但巴菲特反驳说：如果在215只猩猩中有40只都来自奥马哈的某家动物园，事情就有蹊跷了。你会去询问猩猩饲养员各种问题：它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们吃什么饲料，喜欢做什么运动、阅读什么书籍。总结来说，如果你发现成功案例有不正常的集中现象，则这种异常的现象很可能与成功有什么必然的联系。

在科学调查上也有类似的现象。假设有一种罕见的病症，在全美国只有1500个病例。如果有400个病例集中在蒙大拿州的某个矿区小镇，那我们就必须仔细分析当地的饮水、气候、患者的职业或其他原因。在一个小镇上出现400个病例绝对不会是偶然原因造成的。虽然我们不知道具体的原因在哪里，但我们知道应该从这个小镇开始调查。

回到前边抛硬币的游戏。经过调查后我们发现，不成比例的赢家都来自一个极小的城镇，名叫“格雷厄姆－多德城”。这个特殊的城镇集中着大量的赢家。常识会告诉我们，这绝对不是什么偶然原因。要调查他们成功的原因，我们需要从这个“格雷厄姆－多德城”开始着手。而首要的调查因素，就是这个城市有一位杰出的族长——本杰明·格雷厄姆。格雷厄姆向他的学生们传授了自己的投资理论。

来自“格雷厄姆—多德城”的投资者都具备共同的理论基础；他们探索公司的价值与该公司市场价格之间的差异。在这种思想的指引下，格雷厄姆的学生们前往不同地方，购买不同的股票和公司。格雷厄姆并没有机械地教给他们买什么股票，而是传授给他们选择股票的理论。实际上，学生们运用这种同样的理论选择了完全不同的股票，但都取得了成功。

20世纪50年代，巴菲特供职于格雷厄姆·纽曼公司。包括巴菲特在内，当时这家公司有四个学徒。截至1984年，巴菲特还可以追踪到其他三位学徒的投资业绩。除巴菲特外，另外两人分别是华特·史洛斯（Walter Schloss）和汤姆·科纳普（Tom Knapp）。

华特·史洛斯在纽约金融协会参加了格雷厄姆的夜间课程。1955年，他离开格雷厄姆·纽曼公司，开始经营自己的投资公司。表10-1是华特·史洛斯合伙公司（WJS）1956年至1984年一季度的收益对比。

自立门户后，史洛斯从来不运用或接触所谓的内幕消息。他只参考一些公开的数据，并要求公司寄年报给他，仅此而已。在华尔街几乎没有人认识他，所以也没有人向他提供有关投资的建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史洛斯的投资组合极为分散，他拥有的股票远超过100只。他了解股票的真正价值，从低估股票价值的人手中购买股票，并且将它贩卖给那些高估股票价值的人。这就是他所做的一切。他不担心现在是不是一月份，不担心今天是不是周一，也不担心今年总统是不是要换届。

表10-1 华特·史洛斯的投资业绩

	标准普尔指数	WJS公司合伙人	WJS公司投资
总收益	887.2%	6678.8%	23104.7%
年均复合收益	8.4%	16.1%	21.3%

注：华特·史洛斯经营的合伙公司历史上总共投资了超过800种证券。多数情况下，其成分股数量都要超过100种。当前，其管理的资产大约有4500万美元。

另一位学徒汤姆·科纳普于第二次世界大战之前曾在普林斯顿大学主修化学。他喜欢到海边游玩。有一天，科纳普听说大卫·多德（David L Dodd）在哥伦比亚大学开设投资课程。他先是以旁听的形式去学习。之后他对这门学问产生了浓厚的兴趣，于是正式进入哥伦比亚大学商学院学习，并在那里获得了MBA学位。35年后，当巴菲特再次与科纳普联系时，发现科纳普仍然喜欢在海滨游玩，但这时他自己已经拥有了一大片海滩。

1968年，科纳普与艾迪·安德森（Ed Anderson）以及其他几位格雷厄姆理论的信徒共同组建特维迪·布朗合伙公司（Tweedy Browne Partners）。这家合伙公司的投资高度分散。无论是否取得一家公司的控股权，他们的投资业绩都十分优秀。如表10-2所示为特维迪·布朗合伙公司自1968年至1983年的投资业绩。

表10-2 特维迪·布朗合伙公司投资业绩

年份	道·琼斯指数涨幅（%）	标准普尔500指数涨幅（%）	TBK公司投资收益（%）	TBK公司合伙人收益（%）
1968年（9个月）	6.0	8.8	27.6	22.0
1969年	−9.5	−6.2	12.7	10.0
1970年	−2.5	−6.1	−1.3	−1.9
1971年	20.7	20.4	20.9	16.1
1972年	11.0	15.5	14.6	11.8
1973年	2.9	1.0	8.3	7.5
1974年	−31.8	−38.1	1.5	1.5
1975年	36.9	37.8	28.8	22.0
1976年	29.6	30.1	40.2	32.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年份	道·琼斯指数涨幅（%）	标准普尔500指数涨幅（%）	TBK公司投资收益（%）	TBK公司合伙人收益（%）
1977年	−9.9	−4.0	23.4	18.7
1978年	8.3	11.9	41.0	32.1
1979年	7.9	12.7	25.5	20.5
1980年	13.0	21.1	21.4	17.3
1981年	−3.3	−2.7	14.4	11.6
1982年	12.5	10.1	10.2	8.2
1983年	44.5	44.3	35.0	28.2
15年零9个月总收益（涨幅）	191.8%	238.5%	1661.2%	936.4%

我们必须注意的是，沃伦·巴菲特、华特·史洛斯和汤姆·科纳普虽然都遵循格雷厄姆的投资理论，但他们选择的股票截然不同。巴菲特喜欢的是举世闻名的公司，史洛斯最重要的持股都是一些扎实的公司，而科纳普则会选择一些名不见经传的公司。他们的投资组合极少会有重叠，但他们都取得了成功。这说明他们的成绩并不是由某人主导去猜测硬币，而是学习了相同的理论后，以这个理论为基础各自使用不同的方法去判断。在股票投资领域，格雷厄姆的理论就是指导人们连续猜硬币20次都能正确的诀窍。

10.2.2 用巴菲特的理论炒A股

国内很多人都对巴菲特的理论持怀疑态度。他们认为在美国学习巴菲特可能会取得巨大成功，但中国A股市场有自己的特色，巴菲特的理论在A股市场同样适用吗？答案当然是肯定的。我们可以用事实证明在中国按巴菲特理论炒股可以取得什么成绩。

2003年4月，市场上出现了巴菲特投资中国石油的消息。即使买不到中国石油H股，我们也可以以此为机会买入国内股票，例如中国石化的A股。这时上证指数是1500点左右。

2007年10月27日，中央电视台《经济半小时》节目专访巴菲特。记者问："A股已经有45%的股票市盈率已经超过了100，人们很着迷于股市，您觉得这样的增幅对股市来说是健康的吗？"巴菲特回答："是的，我建议要谨慎。任何时候，任何东西，在巨幅上涨的时候，人们就会被表象所迷惑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们就会认为他们才干了2年就会赚那么多钱。我不知道中国股市的明后年是不是还会涨，但我知道价格越高越要加倍小心，不能掉以轻心，要更加谨慎。”这时上证指数大概是5600点。

2008年10月17日，巴菲特在《纽约时报》上公开发表文章：《我正在买入美国股票》。在巴菲特表达自己对美国股票的信心的同时，我们也可以在A股市场上买入股票。此时上证指数是1900点。

由此可以看出来，只是机械地听从巴菲特，我们虽然不能在998点或者1664点抄底，也不能在6124点逃顶。但从1500点买入，然后5600点卖出，之后到1900点再次买入这个过程，已经足以让多数投资者兴奋不已了，如图10-3所示。

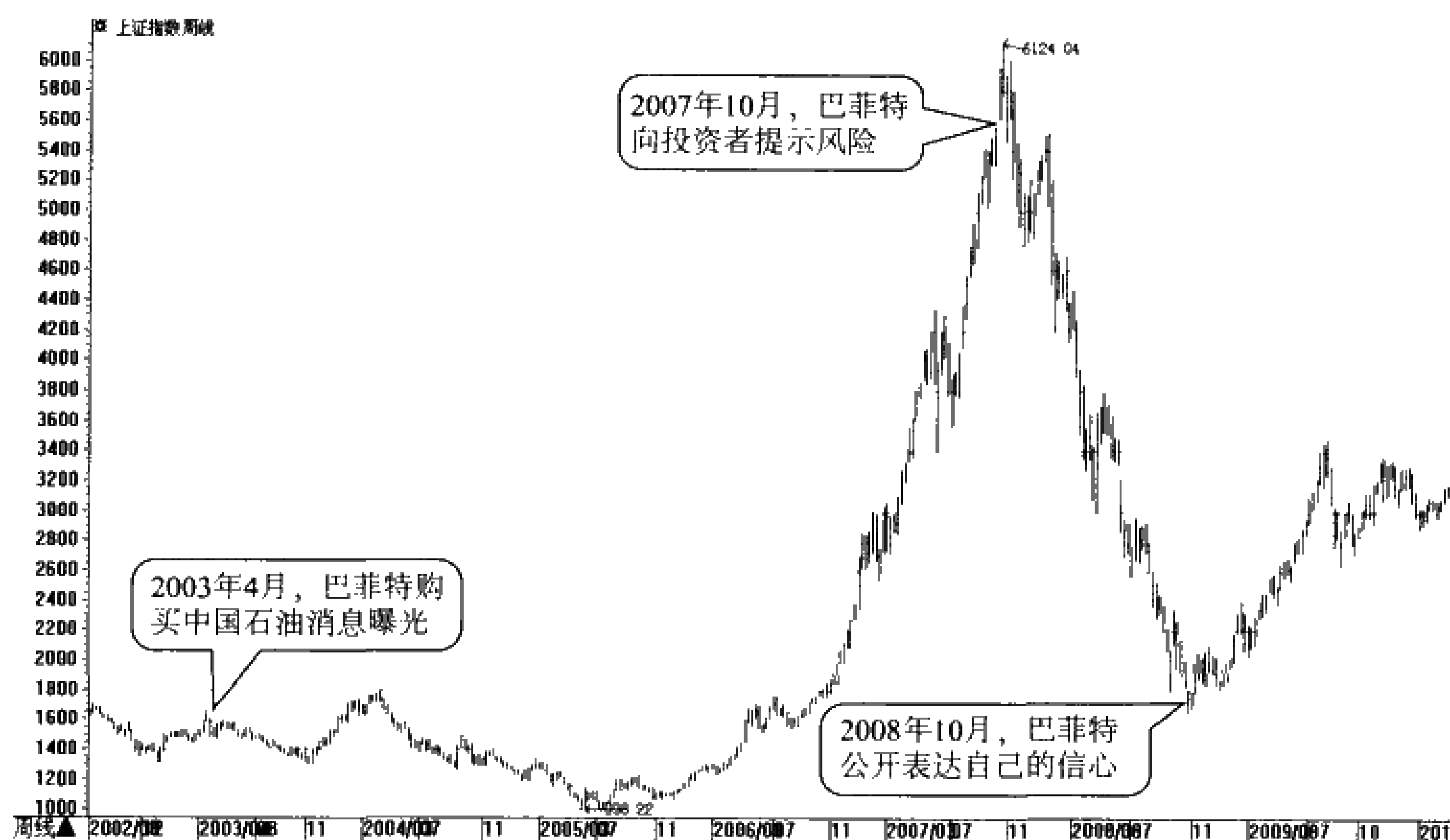


图10-3　巴菲特的三次建议

值得注意的是，投资者千万不能机械地跟随巴菲特的建议买卖股票。我们应该了解巴菲特投资思想的内在因素，知道巴菲特根据什么原理做出判断。为什么巴菲特能在所有人悲观时买入股票，而在所有人都疯狂买入时卖出股票？这并不是靠勇气或者直觉，而是依靠他严格的逻辑推理得出的结论。

10.2.3　简单的哲学适合每个市场

巴菲特的投资哲学非常简单：用最简单的方式来解答复杂问题。这是巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特投资哲学的独特魅力。这种简单的原则使巴菲特投资理论不仅适用于美国股市，而且适用于全世界所有股票市场，也包括中国的A股市场。

例如在次贷危机爆发之前，巴菲特就不断强调美国长期的双赤字发展模式是难以持续的，而过度依赖中国这个廉价的商品和资本来源也非常危险。他认为美国经济迟早会遭受极大的打击。所以在次贷危机之前的很多年，巴菲特已经不再大量购买股票，他在手中握有大量现金。

此外，巴菲特从2002年开始就严令下属各金融机构从“两房”股票以及所有金融衍生品合约中撤资。虽然他在1988年曾经一度想要购买房利美股票，但到了这个时候，他对房利美和整个美国房地产市场的未来已经相当悲观了。

巴菲特判断美国经济即将陷入危机的理由十分简单，仅仅是大家都知道的一些经济常识。他认为，无论个人还是国家，都不可能长期以借债为生。这种模式注定难以持续。而另一方面，对那些华尔街上出售的复杂的金融衍生产品，连他这个在金融行业混迹50年的人都看不懂。而这些产品却不断被那些金融领域的门外汉炒来炒去。这中间肯定有什么问题。

巴菲特坚信自己这种简单明了的判断，从火热的市场中提前退出。这使得他管理的资金能在2008年的经济危机中全身而退。

仔细思考后我们可以发现，巴菲特这种思想同样适合中国股市。到2007年下半年，很多股票的市盈率都超过100。市场已经透支了上市公司未来100年的利润，这种市场完全没有继续上涨的理由。另一方面，很多不知道股票是什么的人都开始炒股，而且他们还都能赚到钱。股市发展成这个样子，肯定就出了什么问题。

按照巴菲特的思想，这时投资者就应该退出股市。虽然卖出点可能只有4000点或者5000点的位置，但这样却能够避免2008年的熊市。

类似的道理，到2008年年底，巴菲特开始抄底买入。这也是凭借十分简单的逻辑推理。他认为，关于“经济危机何时结束”这样的问题谁都不可能知道。我们也不必费力去想。但我们完全可以知道，经过一段时间的下跌后，很多质地优良的公司都被大大低估。这时我们买入是不会错的。即使它被进一步低估，未来迟早会涨回合理的价位。

在别人不理性的时候，巴菲特不会选择去迎合他们或者利用他们。他会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利用别人的疯狂追涨高价卖出股票，也会利用别人的恐慌抛售以低价买入股票。他这样做的原因就是一些十分简单的理由。而这些简单的理由是多数人都视而不见的。

巴菲特具体的操作手法并不一定适合中国A股市场，至少我们的法规、税制等基本交易规则都与美国市场不同。但巴菲特的思维方式和简单的投资哲学是所有股票市场上都普遍存在的。学习他的投资哲学对每位股票投资者都有重要意义。

10.2.4 巴菲特理论A股实战的4个步骤

用巴菲特理论进行A股实战，有以下四个步骤。

（1）评估公司的持续性竞争优势

持续性竞争优势，是巴菲特理论核心，是指企业特有的，针对竞争对手发掘的，能给企业带来持续的超越竞争对手的能力。它具有如下几个特点。

① 持续性竞争优势是各种竞争因素的合力。持续性竞争优势是企业的业务、业绩、管理团队、发展前景、消费垄断优势等各种竞争因素综合作用的结果，是一种综合性的合力，绝对不单单是一种因素超过同行业其他公司所造成的。这就要求企业在打造自己持续性竞争优势的时候，要注意对各个因素都要照顾到，不能出现“单纯业务观点”、“单纯业绩观点”、“单纯发展前景观点”等。

投资者在理解持续性竞争优势的时候，首先要树立这种“合力”的观念。一旦发现上市公司为追求利益而不择手段，采取种种极端做法甚至是竭泽而渔的策略时，投资者就要高度警惕，这种公司往往是最大的“地雷股”。尽管它们的一些极端手段可以在短期内造成公司利润的大幅度增长，但这种增长早晚要造成公司持续性竞争优势的崩溃。对这一观念最典型的例证，就是比亚迪2010年的“经销商退网风波”。

比亚迪是我国国产轿车和新能源领域的著名企业。从1996年公司建立到2010年，公司发展十分迅猛。

从2005年到2009年，比亚迪汽车的销量保持了连续5年100%以上的高增长，年销量从2005年的2万辆迅速增加到2009年的44.5万辆，显示出该公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司具有极高的成长能力。并且这种能力还得到巴菲特本人的确认，2008年9月，巴菲特投资18亿元港币买入比亚迪。之后1年时间里，该股股价持续上涨，涨幅惊人。

但比亚迪汽车的销量大幅上涨，与公司的“单纯销售观点”以及对经销商的压库政策密切相关。2010年下半年，伴随着公司销售政策的日渐苛刻，经销商对比亚迪长期压库政策所形成的积怨开始爆发，众多的经销商集体“倒戈”，纷纷退网。该事件不但造成公司当年汽车销量大幅下跌，而且对公司品牌、客户心理也造成了重大伤害，公司的持续性竞争优势受到重创。2011年上半年，比亚迪的净利润大跌近9成，股价也随之大幅下跌。

在“比亚迪退网风波”中，投资者要注意吸取以下两点教训。

第一，在评估公司持续性竞争优势的时候，要注意全面地甄别公司的各个竞争性因素，尤其对那些“跨越式、超常规”的发展要保持警惕。比亚迪汽车最耀眼的竞争性因素就是它的销售，而最终给它重创的也是销售。

第二，不要迷信名人效应。巴菲特不是神，不要以为他买入的股票就一定会涨。

② 在持续竞争优势中总有一个或多个特别突出的因素。一般来说，构成企业综合性竞争优势的各个因素中，总会有一个或多个特别突出的因素，该因素远超同行业其他竞争对手，或者难以被其他竞争对手模仿。这就是前面所说的公司的“坚固的城墙”。例如，构成贵州茅台持续性竞争优势的各种因素中，“国酒”的称号成为其他竞争对手难以模仿的优势；而构成同仁堂持续性竞争优势的各个因素中，悠久的历史和疗效成为突出的两个因素。

另外，在构成企业持续性竞争优势的各个因素中，一般不能有远低于行业平均水平的“短板”出现。否则，经过长时间的积累，该因素必将对公司的赢利能力造成重大消极影响，企业的持续竞争优势将不复存在。

③ 持续性竞争优势是动态变化的。企业持续性竞争优势的形成一般需要较长的时间来打造，但是一旦形成，如果没有重大的变故发生，企业持续性竞争优势将在一段时间内保持相对稳定，给企业带来远超行业平均水平的利润。例如，同样是牙膏，云南白药牙膏凭借着自己巨大的持续性竞争优势，打造“去火”、“防口腔溃疡”等概念，将价格定在20多元，获得了远超一般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牙膏的超额利润。同样是可乐，沃尔玛的可乐虽然口感与可口可乐差不多，价格也更为便宜，但就是无法撼动可口可乐无与伦比的市场地位。

但是，不管是投资者还是经营者都要明白的一点是，持续性竞争优势是各种因素的合力，本质上是一个每时每刻都处于动态变化中的系统。企业管理者要做的就是，保持这个系统的平衡，并时刻做好各种应对危机的准备。而这也是构成企业持续性竞争优势的重要因素。

从1995年到2010年，双汇发展（000895）在这16年时间里，净资产收益率一直都在10%以上，而且自2003年以来，该指标一直呈上升趋势。如图10-4所示。它表明双汇发展在16年时间里，通过利用内外各种因素，已经形成了无与伦比的持续性竞争优势，成为我国猪肉加工行业的龙头。该优势集中体现在2010年11月底和12月初，该公司经过几个月的停牌再次开盘后，连续出现7个涨停板。如图10-5所示。

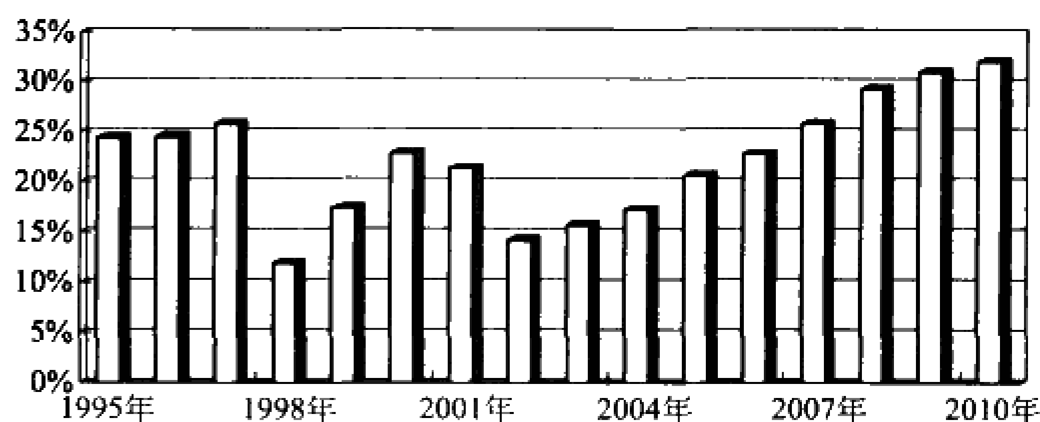


图10-4　双汇发展1995年至2010年净资产收益率

2011年3月15日，媒体曝光双汇发展济源分公司“瘦肉精”问题，引起公众的强烈震动。尽管该公司具有无与伦比的持续性竞争优势，但股价仍然被很快“腰斩”，连续出现多个跌停板。

面对困局，该公司管理层积极面对，采取种种行之有效的措施来应对公众、投资者的不满和猜疑，使公司较快地走出“瘦肉精”阴影。公司管理层的危机处理能力与三鹿奶粉管理层形成了鲜明的对比，公司的持续性竞争优势并没有削弱。之后，投资者逐渐恢复了信心，股价开始缓缓回升。

在构成持续性竞争优势的各个因素中，处理各种风险的能力非常重要，但最容易为人所忽视。双汇发展从1995年上市，经过16年苦心经营，终于成为行业龙头，拥有无与伦比的持续性竞争优势。但是“晴天一声霹雳”，“瘦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

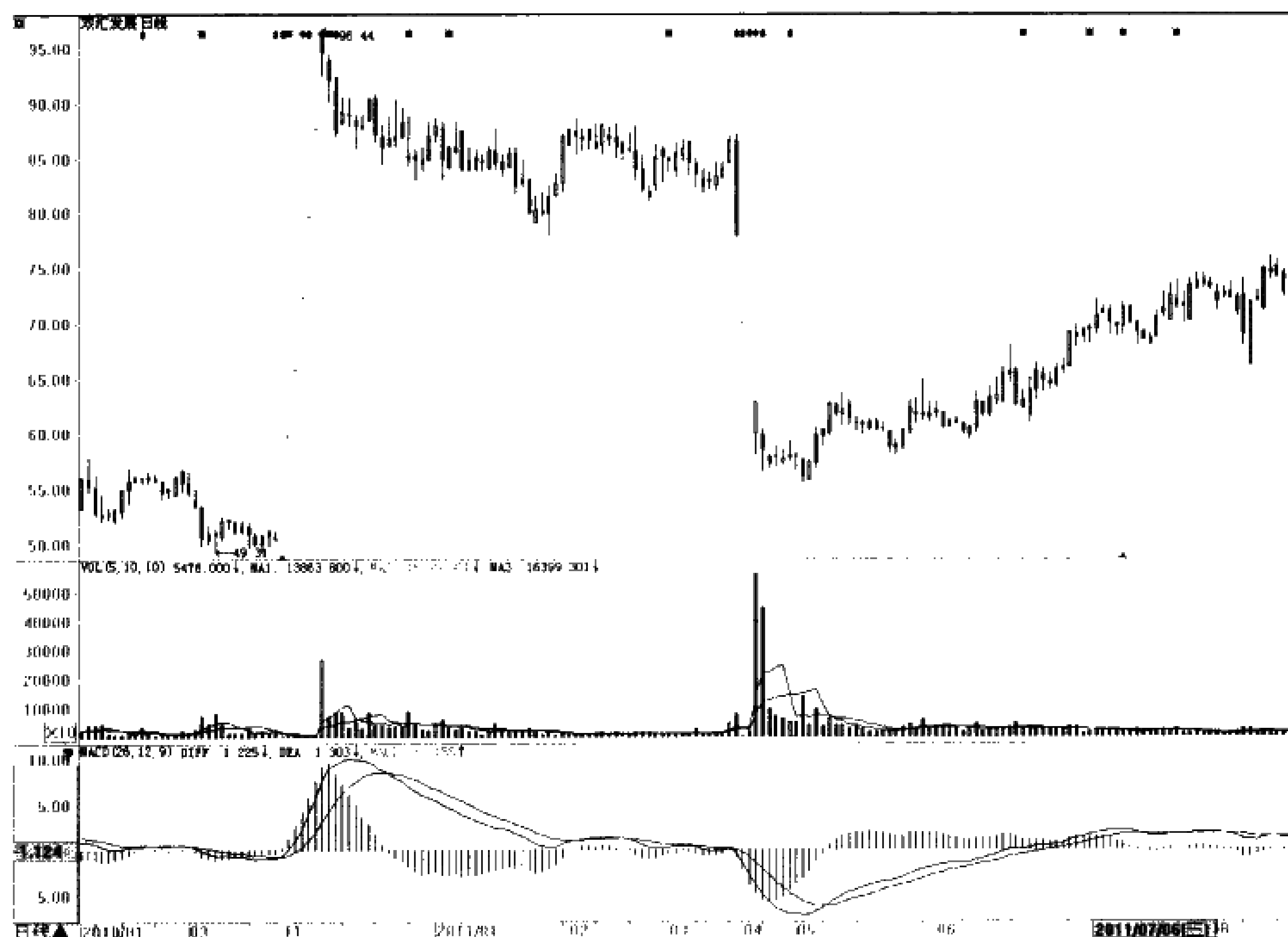


图10-5 双汇发展日K线

肉精事件”的突然发生，给公司带来巨大的挑战。面对公众的谩骂、抵制，公司管理层先稳住自己的阵脚（包括工人、经销商、机构投资者和政府），然后耐心地解释，用实际行动来消除不良影响，最终取得了较好的效果。因此，投资者在衡量公司持续竞争优势时，要对公司管理层特别是灵魂人物给予重点的关注。

④ 持续性竞争优势能够突出地在财报中表现出来。持续性竞争优势能够给公司带来远超行业平均水平且较为稳定的赢利，公司较高的管理水平也将形成较高的资产营运能力，同时拥有持续性竞争优势的公司一般都有较高的留存收益，现金流量十分充裕，能够满足公司新投资项目的需要，所以公司的偿债能力一般也会很高。因此，投资者分析财报时，可以通过赢利能力分析、成长性分析、营运能力分析和偿债能力分析来衡量公司的持续竞争优势。

对公司赢利能力分析最常用的财务指标是净资产收益率，其他常用的还有总资产收益率、净利润率、营业利润率等；评估公司成长性最常用的财务指标是净利润增长率，其他常用的还有每股收益增长率和每股净资产增长率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等；对营运能力分析最常用的财务指标是应收账款周转率，其他较为常用的还有存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率等；而对偿债能力分析最常用的财务指标是流动比率，其他较常用的有速动比率、现金流量比率等。

投资者需要注意的是，在对赢利能力进行分析的时候，最好还要对赢利质量做一个评估，最常用的财务指标是净利润现金含量指标。

在分析持续竞争优势的财务指标中，最典型、综合性最强的指标是净资产收益率指标。该指标是杜邦财务分析体系的核心指标，利用杜邦财务分析体系就可以对公司的赢利能力、资产营运能力、偿债能力做出综合性的判断。

如图10-6所示，2010年年底，东方园林（002310）的净资产收益率为19.95%，

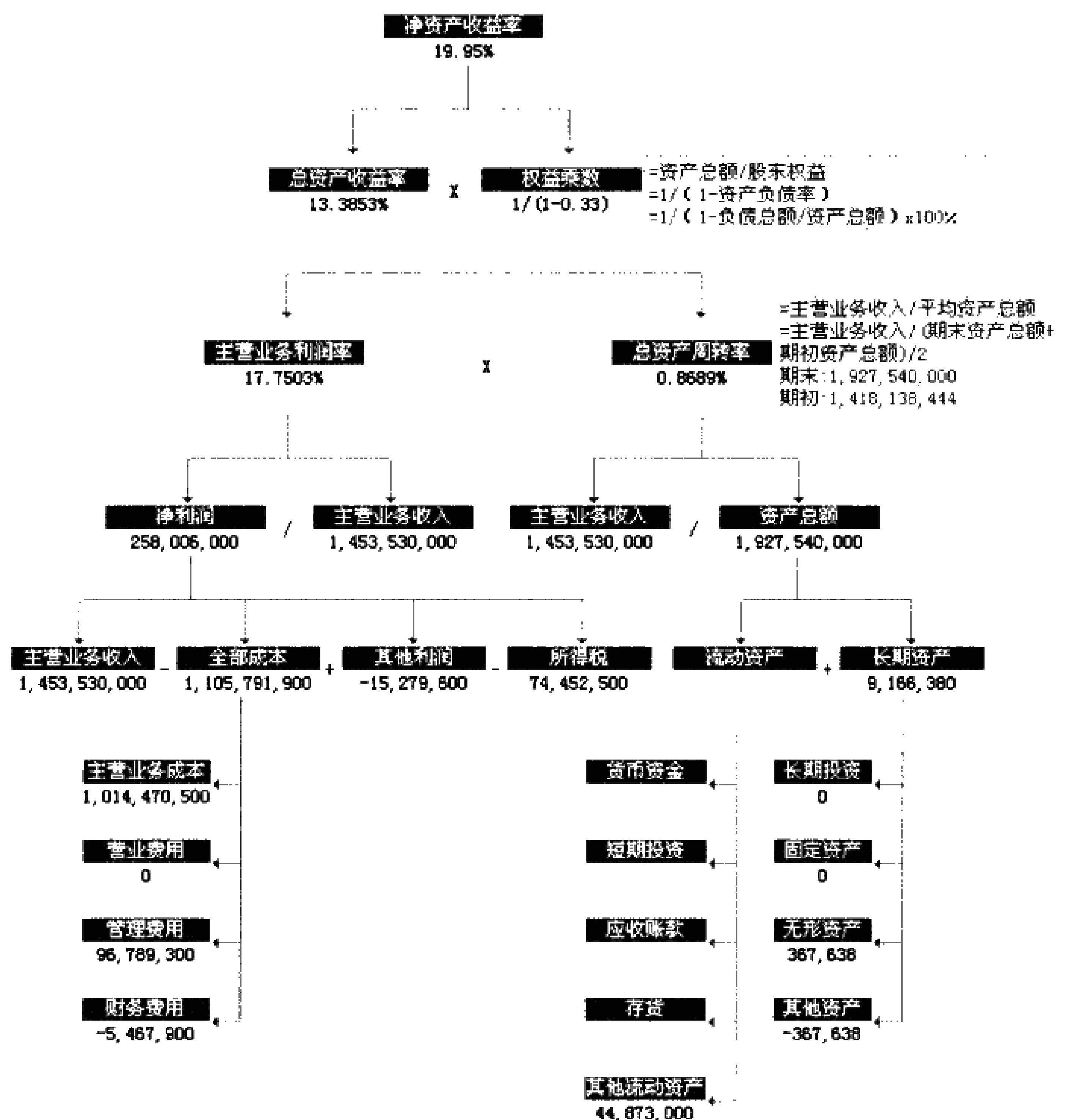


图10-6 东方园林2010年年底杜邦分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总资产收益率为13.3853%。它表明在该年度公司每1元净资产能创造0.1995元的净收益，每1元总资产能创造出0.133853的净利润。该值在农业（包括农林牧渔）板块上市公司中居于前列，表明公司的赢利能力非常强。

该年度，公司资产负债率为33%，这一数值在农业板块上市公司中并不算多，表明公司的债务水平较低，偿债能力应该还是有保障的。

同时，公司总资产周转率为0.8689%，该值在农业板块中居于中游水平，表明公司的资产营运能力还有提高的空间。

在实战中，投资者评估公司的持续性竞争优势，要对公司的业务、业绩、管理团队、发展前景、消费垄断优势、财务报表等各种竞争因素分别进行分析，再综合判断公司的竞争优势，进而看这种持续竞争优势是否具有可持续性。在这个过程中，投资者尤其要注意的是，最终得出的公司持续竞争优势必须符合上述四大特征。

（2）等待最优的买入时机

在确定了某只股票具有持续性竞争优势之后，接下来就要寻找其最优的买入时机。

在本书第4章中，已经对买入时机有较为详细的论述。具体说来，就是在市场大跌，当安全边际开始显现到一定程度，并保持一定流动性的同时，伺机买入。投资者在把握这个原则的时候，需要注意以下几点。

① 等待。等待是指面对市场的种种不确定性，在安全边际没有达到一定程度的时候，内心始终平静而不采取行动的一种心理状态。投资者运用巴菲特理论进行投资实战，在买入之前，需要长时间（甚至多达数年）的等待，而在买入之后，又需要长时间的等待。这对心理承受能力低的人来说，是一个巨大的折磨。

② 准确地把握“最优”。在实战中，当安全边际出现后，到何种程度才算是“最优”的买入时机？每一个投资者由于其认知习惯和经验的差异，可能会做出不同的判断。不过随着经验的不断积累，投资者把握买入时机的准确度将越来越高。

③ 不要妄想抓住最低点。一般来说，在实战中，当安全边际达到投资者的“最优”标准，进而买入之后，股价有可能继续下跌，再创新低。这种情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况是极为正常的。此时，投资者容易犯的错误之一，就是总想抓住下跌趋势的最低点，一旦股价再创新低，就无法忍受，进而情绪化交易。

（3）长期持有

巴菲特理论之所以有效，一个重要的理由是，时间能够替我们检验出那些具有持续竞争优势的公司。因此，投资者买入股票之后，一般要经过较长的时间，公司的持续竞争优势才能在股价上表现出来。在这个背景下，除非判断买入股票的理由不存在，否则一般都要坚持长期持有的策略。例如，巴菲特持有可口可乐股票超过20年，持有华盛顿邮报股票超过30年，最终都获得了巨额的收益。

（4）选择适当的卖出时机

经过时间的检验，当牛市来临之后，那些具有持续竞争优势的公司一般涨幅巨大，其安全边际将逐渐消失。投资者可以在安全边际消失或变为负数之后，择机卖出。

与买入时机的把握类似，投资者在把握卖出时机的时候，也要注意等待的极端重要性，时机的“艺术性”，同时不要妄想抓住最高点。

10.3 巴菲特理论A股实战案例

10.3.1 鱼跃医疗

鱼跃医疗（002223）是我国医疗器械行业的龙头企业，虽然上市时间较晚，但成长迅速，投资者可以利用巴菲特理论分析这只股票的持续性竞争优势，并制订投资计划。

（1）持续性竞争优势的评估

① 公司业务：创新和品牌。鱼跃医疗专业从事康复护理系列和医用供氧系列医疗器械产品的研发、生产和销售。

自1998年成立以来，公司始终将自主创新作为重要战略，在加大技术研发投入力度的同时，与相关高校和研究机构建立紧密的产学研合作关系，使得自主创新能力不断提高。目前，公司是江苏省高新技术企业，公司研发中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心被评为江苏省医疗诊断护理设备工程技术研究中心。

2007年8月，公司的“鱼跃”商标被国家工商行政管理总局评为“中国驰名商标”。截至2011年10月，公司已有多项产品的市场占有率达到国内第一。其中，“鱼跃牌血压计”和“鱼跃牌轮椅车”分别被国家质量监督检验检疫总局评为“中国名牌”。由此，公司成为医疗器械行业内第一个获得“中国名牌”的企业，也是国内唯一一家拥有两个“中国名牌”的医疗器械生产企业。

② 竞争利器：450家分销商。公司成立之初，就非常重视销售渠道的建设。在长期的发展过程中，更是不断地强化零售终端拓展力度。特别是在OTC领域，公司专门开设OTC事业部以加强该部门的拓展。截至2010年，公司在全国已经有450多家合作关系良好的分销商，基本覆盖了全国市场。除此之外，今年来公司在全国大范围布局市场专区或者专营店，目前其拥有的市场专区已经达到100 ~ 150家左右，以此推动OTC类产品的销售，增强公司在家庭康复医疗领域的品牌影响力和知名度。

目前，鱼跃医疗的销售渠道，已经成为阻止其他竞争者进入的重要壁垒，也是公司未来发展的重要竞争利器。

③ 实际控制人：谨慎的吴光明。自1998年到现在，公司的核心管理层没有较大的变化，实际控制人始终为吴光明。在该实际控制人长期的经营中，鱼跃医疗形成了自己的竞争策略：通过对市场需求的研究及细致的内部成本核算，利用自身的创新优势、规模优势和分销网络，快速进入尚没有领导者的产品领域，在短期内取得高收益。

在这种竞争策略的指导下，公司在推出某一类产品之前，对新产品的选择非常慎重。即便已经掌握了新产品，也并不急于立即投放市场，而是根据市场供求需要，比照自身实力与主要竞争对手的差距程度来决定新产品上市时间表。如公司早已掌握数字X射线等高端产品的生产技术，但是，仍然按照“以市场为导向”来确定每一年的主推产品，这些产品直到2010年才正式推出。

④ 发展前景。鱼跃医疗所处的医疗器械市场规模巨大，全球医疗器械总规模超过3000亿美元，占医药工业总规模的42%，而家用医疗器械又占医疗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

器械总产值的40%。目前国内医疗医械市场规模仅1200亿元人民币，占医药工业的比重只有9.4%，家用医疗器械占医疗器械总产值的比重也不到10%，说明我国医疗器械市场发展潜力非常大。

医疗器械行业属于弱周期行业，而且随着国内老龄化人口的增长，将获得长期源源不断的需求。尤其是家用医疗器械市场，未来极具成长性。

不过相对于医药工业的独家药品、专利药、创新药来说，医疗器械产品尤其是家用医疗器械和中低端医用设备，生产企业众多，产品同质性强，壁垒薄弱，竞争激烈。消费者购买时就近、方便、实用是主要影响因素。生产企业之间的竞争首先是渠道、性价比的竞争，然后才是品牌的竞争。

医疗器械市场大致可分为四类。

第一类是家用医疗器械，如轮椅、牵引椅、助听器、血压计、听诊器、体温计等等。这类公司主要包括：鱼跃医疗、九安医疗、欧姆龙、英维康、强生等。

第二类是中低端医用设备，如高频X光机、心电图机、生化分析仪、真空采血管、尿分析仪、黑白超声仪、消毒灭菌设备、医用制氧机等。这类公司主要包括：鱼跃医疗、万东医疗、新华医疗、科华生物、全卫医疗等。

第三类是高端医用设备，如彩色超声仪、数字X光机、CT、核磁共振、SPECT、内窥镜、全自动生化分析仪、PET、监护仪、肿瘤放疗仪、血液透析机等。

第四类是医用器材耗材，该类器械种类繁多，如植入性的心脏起搏器，支架、骨科关节器械，人体耳蜗、人工晶体，一次性消耗的注射器、针管、输液器、血袋、手术用巾、纱布、绷带、缝合线、预充式注射器、采血管等。

投资者需要清醒地看到，鱼跃医疗所处的细分市场是家用医疗器械和中低端医用设备里的医用供氧系列、X光机等。公司在高端医用设备方面，这2年尽管已经开始触及，但还比较薄弱。因此，公司的产品也面临着一些重要的竞争者。

在这样的背景之下，可以勾勒出鱼跃医疗的发展前景：伴随着行业整体的良好发展前景，公司必将极大地受益，同时公司产品同质性强，对渠道和品牌的要求较高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⑤ 消费垄断优势。因为鱼跃医疗的客户主要是专业医疗机构，而不是直接面向终端消费者，所以公司要想获得如同可口可乐、茅台那样的消费垄断优势比较困难。

⑥ 公司的财报。下面根据公司近几年的财报分析公司的赢利能力、成长性、营运能力和偿债能力。

◆ 赢利能力：根据鱼跃医疗2007年到2010年的财报，投资者可以得出公司这些年度的净资产收益率指标和净利润现金含量指标。

从2007年到2010年，鱼跃医疗的净资产收益率连续4年都在15%以上。如图10-7所示。它表明该公司的赢利能力不但很高而且较为稳定。

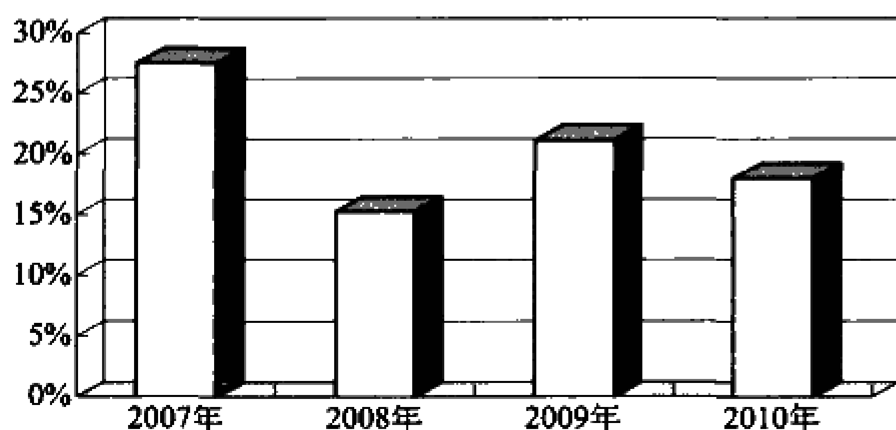


图10-7 鱼跃医疗2007年至2010年的净资产收益率

从2007年到2010年，鱼跃医疗的净利润现金含量始终都在0.4以上，2008年和2009年甚至一度高达0.97。如图10-8所示。该值在医疗器械类公司中居于前列，表明该公司的赢利质量还是比较高的。

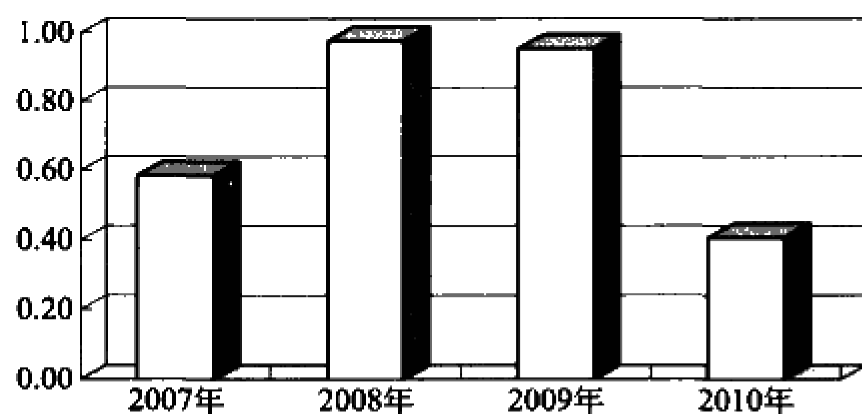


图10-8 鱼跃医疗2007年至2010年的净利润现金含量

◆ 成长能力：根据鱼跃医疗2007年到2010年的财报，投资者可以得出该公司连续4年的净利润增长率变动情况。

从2007年到2010年，连续4年鱼跃医疗的净利润增长率都是正数，且后3年基本都维持在60%左右的高位。如图10-9所示。它表明该股具有极强的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长性。

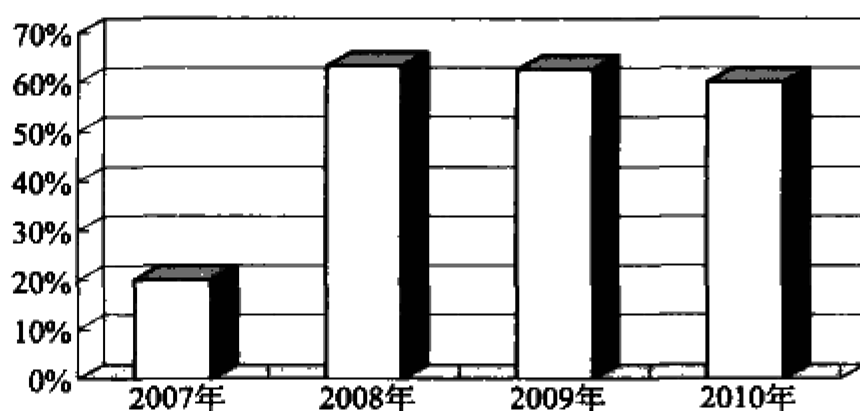


图10-9 鱼跃医疗2007年至2010年的净利润增长率

◆ 资产营运能力：根据公司2007年到2010年的财报，投资者可以得出公司这4年来应收账款周转率变动情况。

从2007年到2010年，鱼跃医疗的应收账款周转率一直都在6～10之间徘徊。如图10-10所示。它表明该股的资产运营效率不但高，而且相对十分稳定。

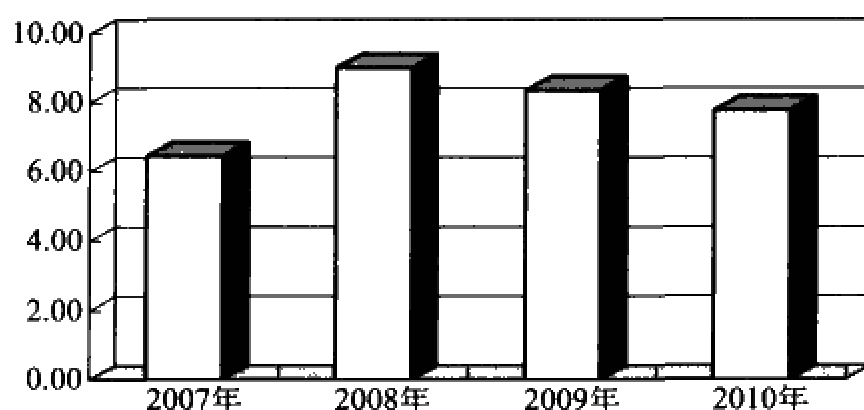


图10-10 鱼跃医疗2007年至2010年的应收账款周转率

◆ 偿债能力：根据鱼跃医疗2007年到2010年的财报，投资者可以得出公司最近4年流动比率变动情况。

从2007年到2010年，鱼跃医疗的流动比率除了2007年之外，一直都在2以上。如图10-11所示。它表明公司的偿债能力较强，但起伏较大。可能在某些年度存在拥有大额资金却无处投资的现象。

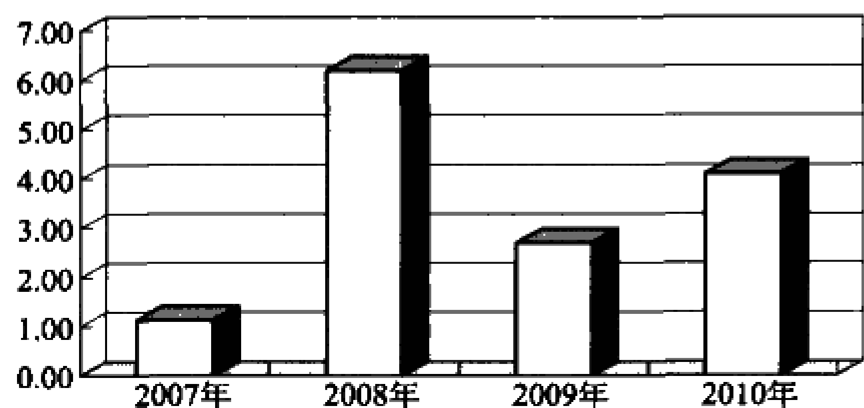


图10-11 鱼跃医疗2007年至2010年的流动比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上面从财报角度分析了公司的四种能力，从中可以得知公司拥有较强的赢利能力，其成长性非常高，在保持高成长性的同时，该股的资产营运能力也很高，负债水平也在可控的范围之内。

通过对以上六种因素的分析，可以知道鱼跃医疗拥有极为审慎的管理者，知名度很高的品牌，良好的行业发展前景，极具竞争力的渠道等因素，这些因素综合在一起，形成了公司较高的持续竞争优势。而公司最近几年的财报则是对这种持续性竞争优势的最好注脚。

对这种上市公司的股票，投资者可以伺机买入。

（2）实战操作，寻找最佳买卖策略

国内A股市场在经历了2006年到2007年的大牛市之后，在2008年，伴随着全球金融危机的到来，出现了大熊市。从2008年1月到11月，上证指数持续下跌，从5500多点跌到1665点。如图10-12所示。

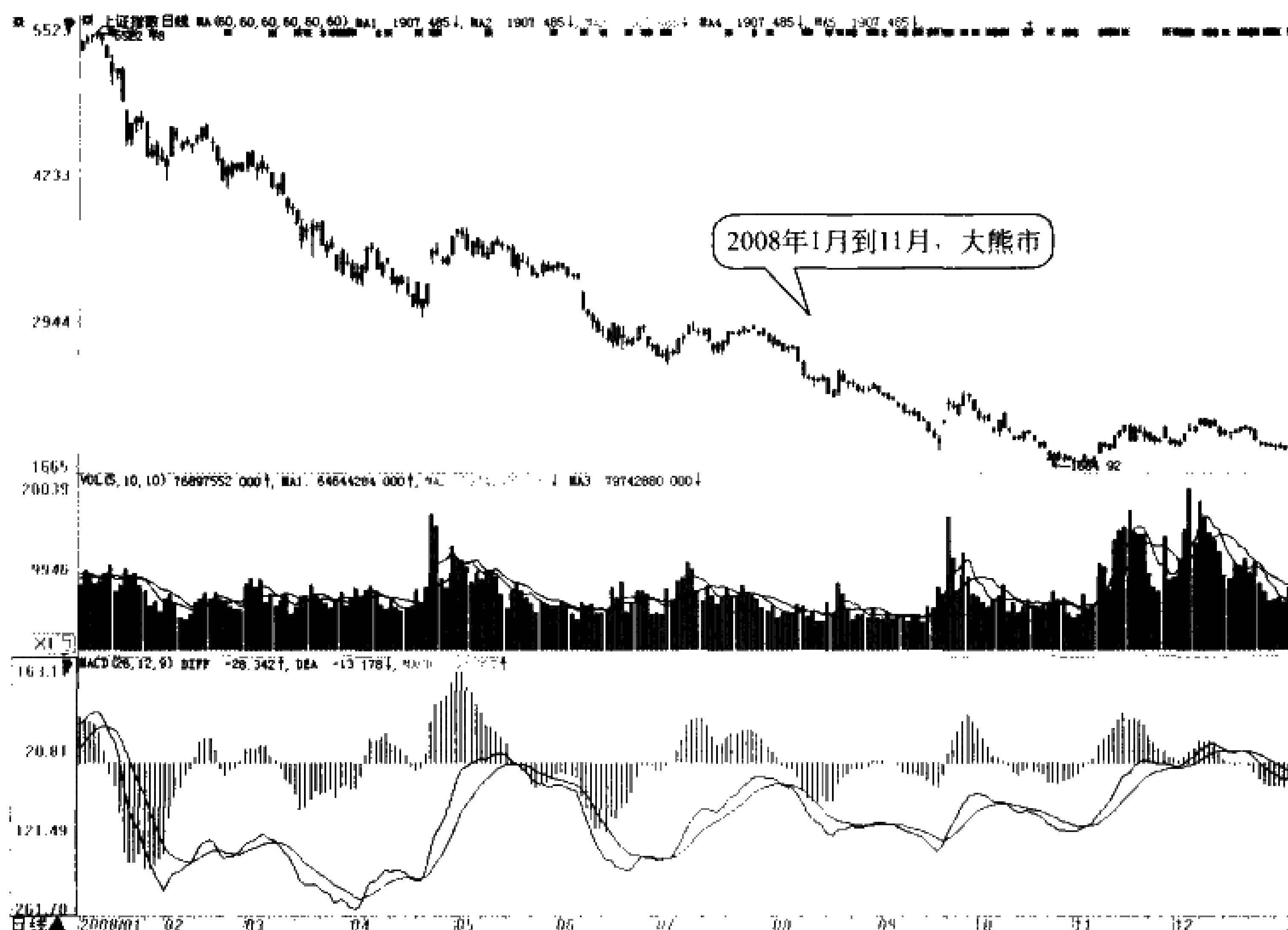


图10-12　2008年大熊市

随着大盘下跌趋势的延续，市场恐慌气氛不断蔓延。一些具有持续竞争优势的上市公司在大熊市中股价也遭到“错杀”，其安全边际逐渐开始出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年4月份，大盘熊市的共识开始形成不久，鱼跃医疗登陆中小板，发行价很低。其安全边际出现。2008年11月初，为应对全球金融危机的影响，国务院发布“4万亿”的经济刺激计划，有了这个利好，再加上该公司较大的安全边际，投资者可以在11月份买入。

从2008年4月到11月，鱼跃医疗在熊市中震荡，已经拥有了较大的安全边际。11月初，国务院推出巨额的经济刺激计划，投资者可以在这段时间内积极买入。如图10-13所示。

投资者买入之后，在2009年，伴随着大盘的持续上涨，鱼跃医疗的股价也猛涨，其安全边际逐步消失。到2011年下半年，伴随着全球经济的二次探底和愈演愈烈的通货膨胀到来，投资者可以适当减仓或卖出持股。

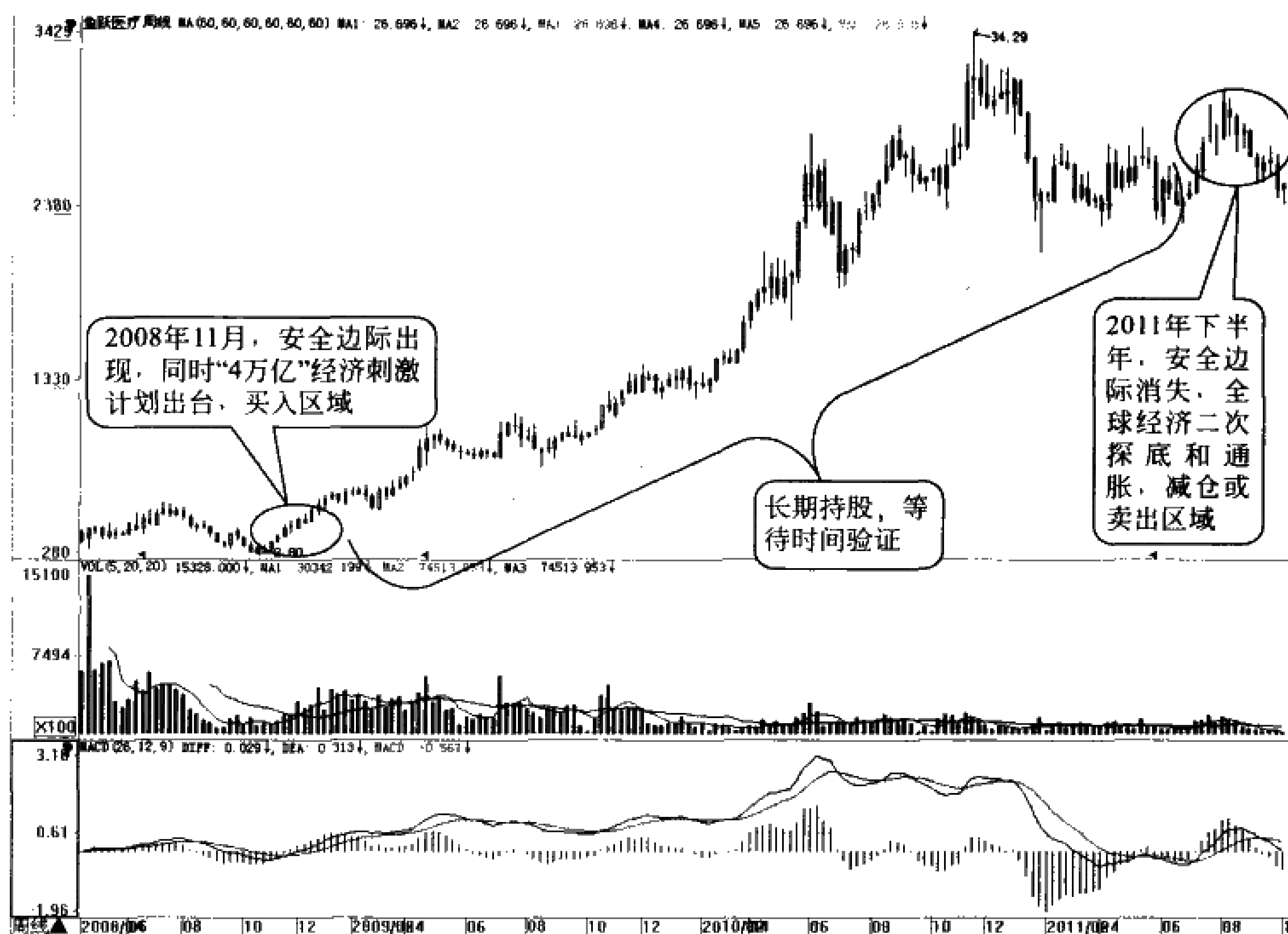


图10-13　鱼跃医疗周K线

10.3.2　三一重工

三一重工（600031）是我国机械制造行业的著名企业，投资者可以利用巴菲特理论来进行分析和投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）分析公司持续性竞争优势

① 公司业务、品牌。三一重工是全球最大的混凝土机械制造商，也是中国最大、全球第六的工程机械制造商，产品包括拖式混凝土输送泵、混凝土输送泵车、全液压振动压路机、摊铺机、挖掘机、平地机等，其中主导产品混凝土泵车2005年国内市场份额高达59%，拖泵的市场占有率也达50%左右，继续保持国内第一品牌地位，国内市场占有率稳居第一。

从1989年创立以来，经过20多年的发展，公司逐步形成了两大具备国际竞争力的核心能力：研发能力和服务能力。近年来，公司连续获评为中国企业500强、工程机械行业综合效益和竞争力最强企业、福布斯“中国顶尖企业”、中国最具成长力自主品牌、中国最具竞争力品牌、中国工程机械行业标志性品牌、亚洲品牌500强。

② 管理团队和人才优势。三一重工从20世纪80年代中期的一个民营焊材厂发展到现在的全球巨无霸，人的因素始终是第一位的。

公司的实际控制人始终为梁稳根及其管理团队。梁稳根本人具有浓厚的理想主义性格色彩，战略上高瞻远瞩，能够对真正的人才实施灵活的激励机制。整个三一重工领导团队协调发展，产生的巨大合力，推动着企业快速前进，同时又具有较大的开放性，真正做到了“海纳百川、有容乃大”。公司现有员工7万多人，其中相当多具有研究生以上学历。

③ 核心竞争优势：技术创新能力。在20多年的发展历程中，三一重工逐渐形成了自己的核心竞争优势：技术创新能力。目前，公司每年将销售收入的5%～7%用于研发，致力于将产品升级换代至世界一流水准。拥有国家级技术开发中心和博士后流动工作站，累计申请专利2600余项，拥有授权有效的专利1500多项。两次荣获国家科技进步二等奖，其中三一重工技术创新平台荣获2010年度国家科技进步二等奖，是新中国成立以来工程机械行业和湖南省唯一获此殊荣的企业，也是工程机械行业获得的国家级最高荣誉。三一集团首席专家易小刚获评首届十佳全国优秀科技工作者，是工程机械行业和湖南省唯一获奖者。2007年和2009年，由三一重工自主研制的66米泵车、72米泵车两次获得吉尼斯世界纪录，标志着中国由混凝土泵送技术的跟随者成为领导者。2011年9月19日，三一重工86米世界最长臂架泵车下线，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再次实现对混凝土超长泵送技术的超越。

公司通过技术创新所形成的巨大优势，已经成为公司保持高速增长的最大助推器。

④ 行业发展前景。当前，我国正处于经济结构转型的重要时期，国务院适时地提出要发展我国的高端装备制造业。随着我国开始向高端装备制造业快速布局，重型机械、核电、高铁、航空、中高端数控机床、海洋工程等领域已成为产业发展热点，各项扶持政策已开始陆续出台，2011年被业界普遍认为是高端装备制造业的投资良机。

机械制造行业受益于国家对高端制造业的扶持，有着良好的发展前景。而三一重工，作为机械制造行业的领军企业，必将极大地受益于这一行业的利好。

⑤ 财报分析。下面根据公司近几年的财报分析公司的赢利能力、成长性、营运能力和偿债能力，并进而评估公司的持续竞争优势。

◆ 赢利能力：根据三一重工2003年到2010年的财报，投资者可以得出公司这些年度的净资产收益率指标和净利润现金含量指标。

从2003年到2010年，三一重工的净资产收益率连续8年都在10%以上，2010年甚至高达49.47%。如图10-14所示。它表明该公司的赢利能力不但很高，而且具有非常强的可持续性。

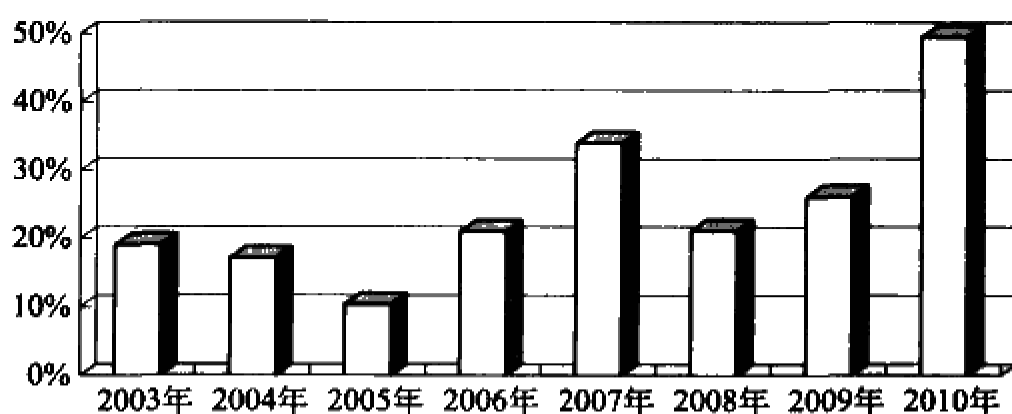


图10-14 三一重工2003年至2010年的净资产收益率

从2003年到2010年，三一重工净利润现金含量始终都是整数，且整体上呈现出上升的趋势，2009年和2010年甚至一度超过1。如图10-15所示。该值在机械制造类公司中居于前列，表明该公司的赢利质量近年来越来越高。

◆ 成长能力：根据三一重工2003年到2010年的财报，投资者可以得出该公司连续8年的净利润增长率变动情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

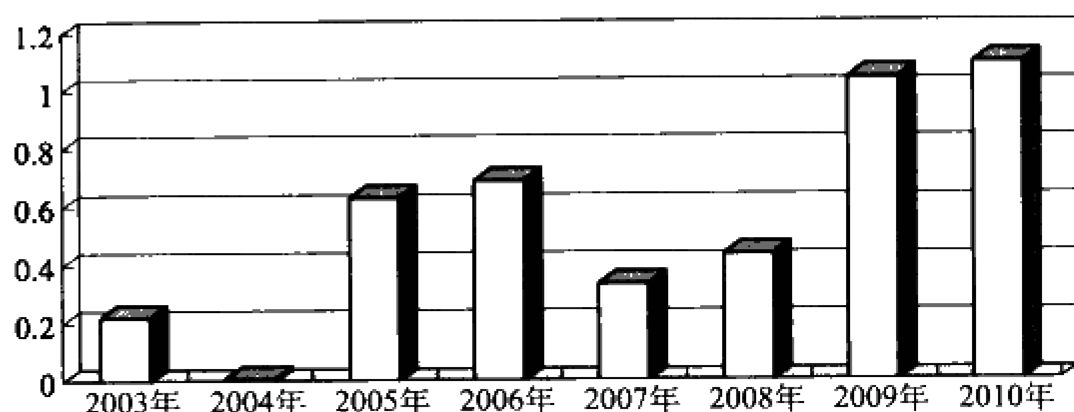


图10-15 三一重工2003年至2010年的净利润现金含量

从2003年到2010年，除了2005年和2008年之外，三一重工的净利润增长率都为正数，且增长率极高。如图10-16所示。它表明该公司虽然具有一定的周期性特征，但成长性非常高，一旦行业经营环境改善，公司就会呈现集中爆发式增长的态势。

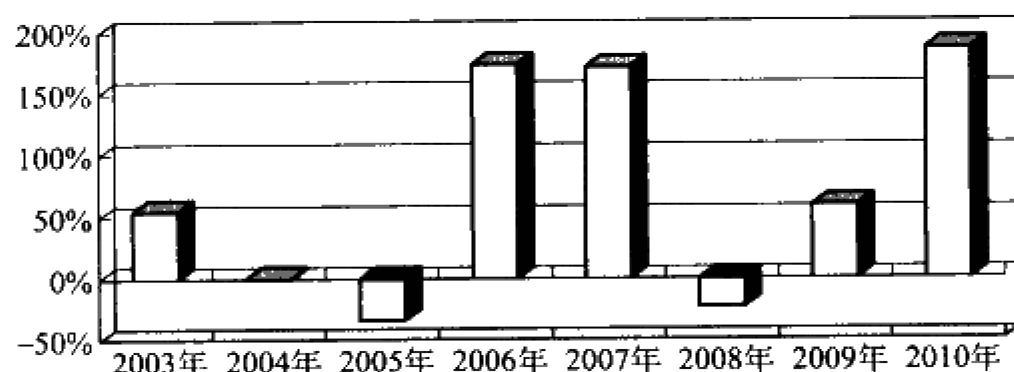


图10-16 三一重工2003年至2010年的净利润增长率

◆ 资产营运能力：根据公司2003年到2010年的财报，投资者可以得出公司这8年来应收账款周转率变动情况。

从2003年到2010年，三一重工的应收账款周转率一直都在4～8之间运行。如图10-17所示。它表明该公司的资产运营效率不但高，而且相对十分稳定。

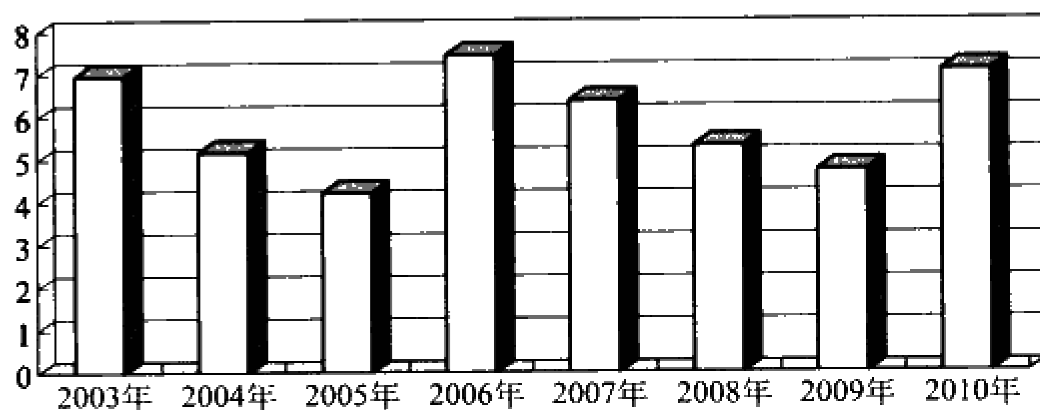


图10-17 三一重工2003年至2010年的应收账款周转率

◆ 偿债能力：根据三一重工2003年到2010年的财报，投资者可以得出公司最近8年流动比率变动情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从2003年到2010年，三一重工的流动比率一直都在1 ~ 2.5之间运行。如图10-18所示。它表明公司的偿债能力一直较为稳定。

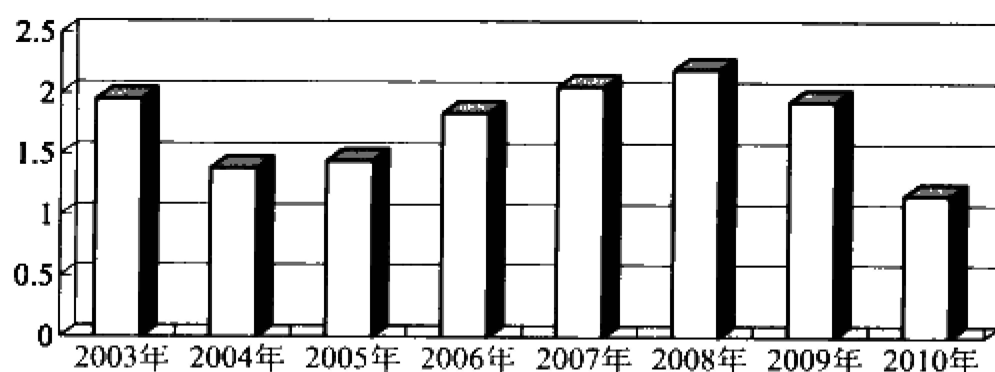


图10-18　三一重工2003年至2010年的流动比率

上面从财报角度分析了公司的四种能力，从中可以得知公司拥有非常强的赢利能力，虽然具有一定的周期性特征，但整体成长性仍非常高，在保持高成长性的同时，该股的资产营运能力也很高，且一直较为稳定，负债水平也在可控的范围之内。

通过对以上五种因素的分析，可以知道三一重工拥有稳重、极具才略的管理者，很强的技术创新能力，知名度很高的品牌，良好的行业发展前景等因素，这些因素综合在一起，形成了公司较高的持续竞争优势。而公司上市8年来的财报则是对这种持续性竞争优势的最好注释。

对这种上市公司，投资者要注意伺机买入。

（2）实战操作，寻找最佳买卖策略

2003年7月，三一重工登陆上海主板市场。此时国内股市正处于大熊市的中期，如图10-19所示。

虽然股票市场处于持续的大熊市中，但我国实体经济却发展迅速。众多具有持续竞争优势的公司股票在熊市中，其安全边际逐渐显现出来。在这种背景下，从2003年到2005年，净资产收益率连续3年都在10%以上的三一重工的安全边际显露无遗。

经过4年熊市的充分调整，市场下跌动能已经被消耗殆尽。同时我国经济连续多年高速发展为社会积累了大量的财富。在这样的背景下，2005年开始的股改，使得整个股市有了走向全流通的预期，这大大刺激了非流通股东们拉升股价的欲望，以便将来解禁时抛个高价。另外，从2005年7月份开始，人民币不再盯住单一美元货币，汇率逐渐开始升值，大量国际游资不断涌入，成为股市大涨的急先锋。如图10-20所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

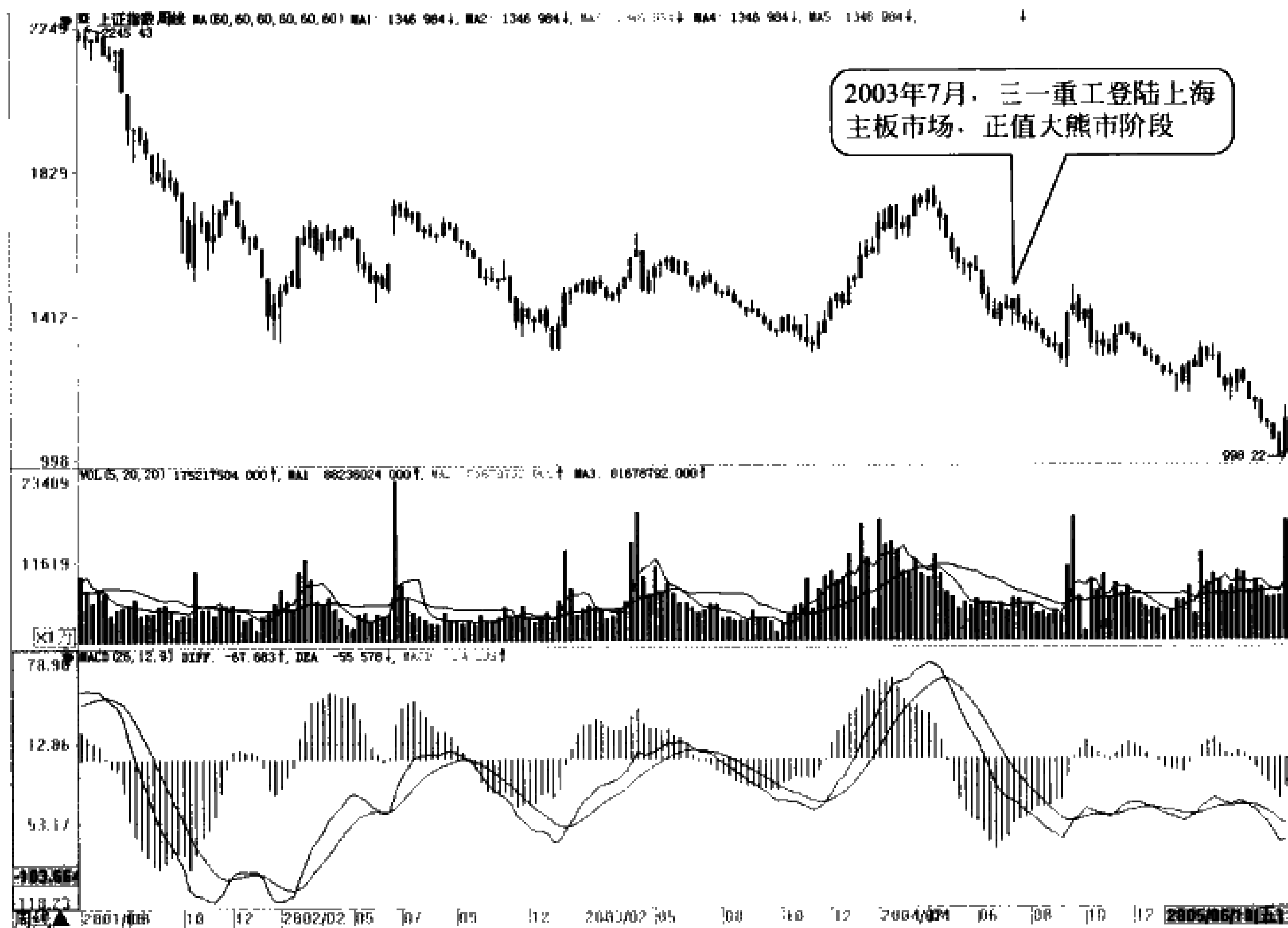


图10-19　2001年至2005年的大熊市

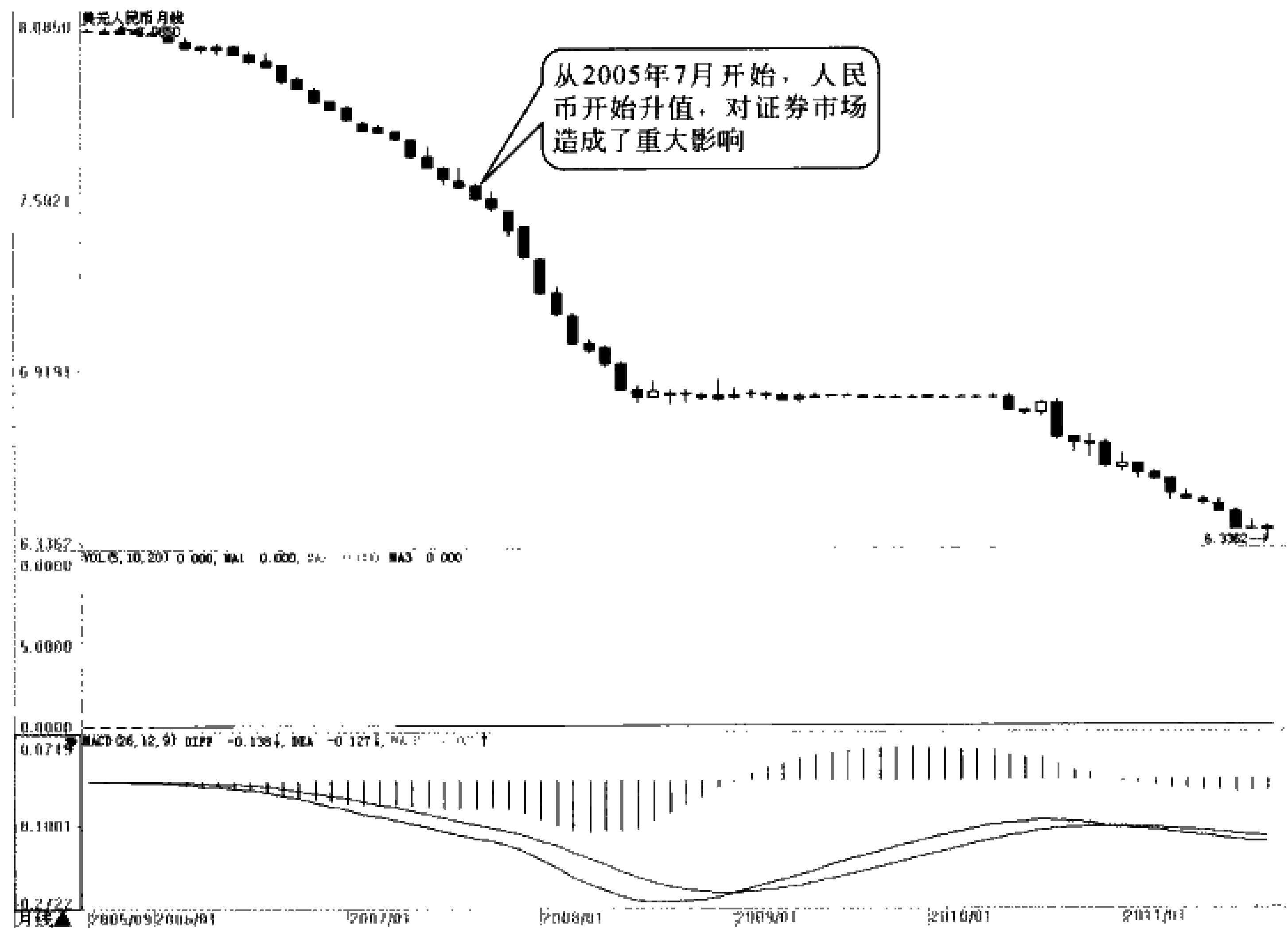


图10-20　人民币升值过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2005年下半年，三一重工的安全边际已经比较明显。同时大盘在宽松货币政策、股改和人民币升值等因素的影响下逐步回升，投资者可以积极买入。

投资者买入之后，可以一直持有。到2007年，伴随着股价的大幅度上涨，该股的安全边际逐渐消失。12月份，中国人民银行非常罕见地大幅上调存款准备金率1%，加紧回收流动性。投资者要注意及时出场。如图10-21所示。

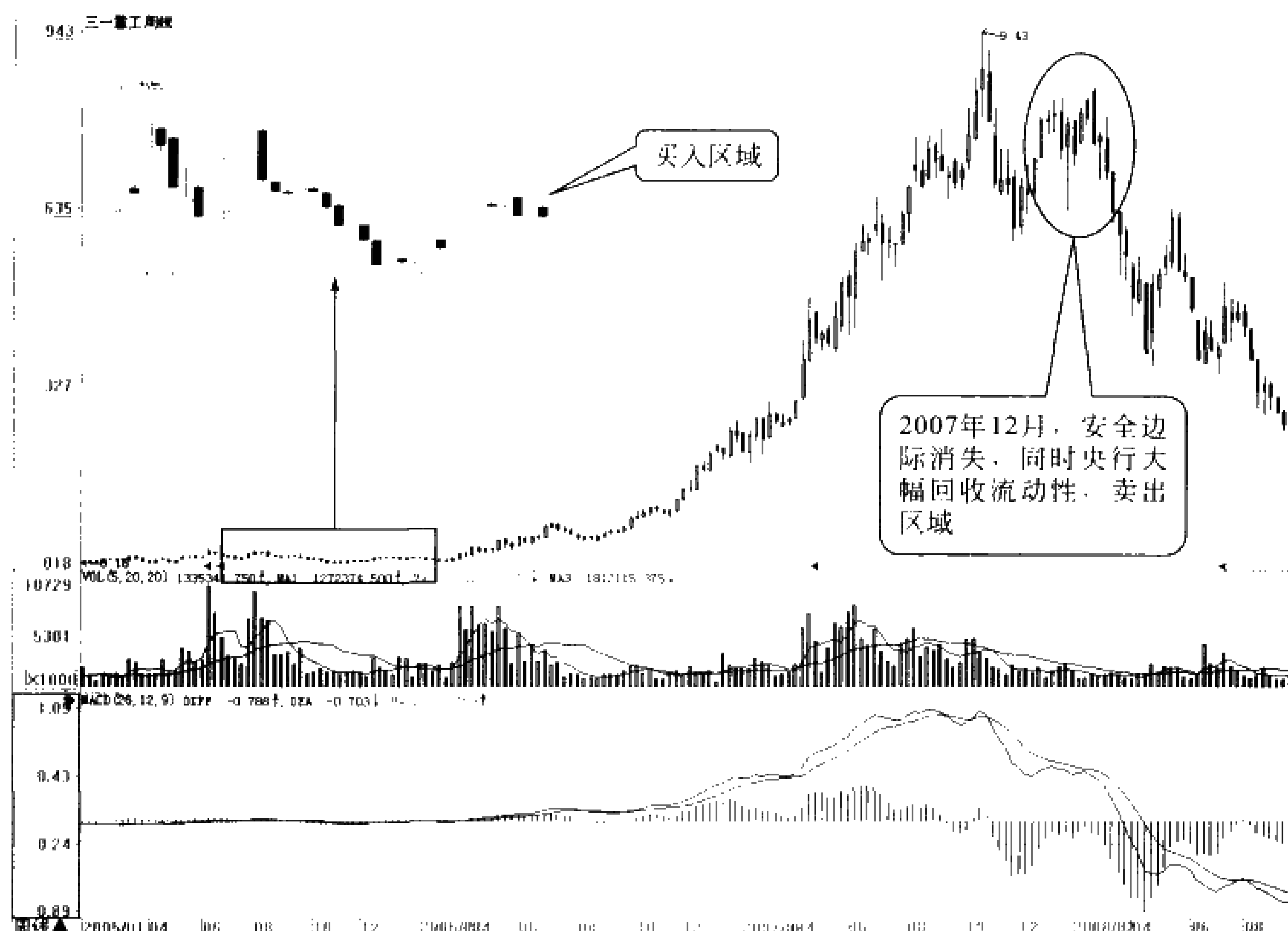


图10-21　三一重工周K线

经过2008年的熊市之后，大部分个股跌幅巨大，几乎重新回到2005年的起涨点上，此时那些具有持续竞争优势的公司，安全边际再次显现。

从2008年2月到11月，三一重工在熊市中持续下跌，已经拥有了较大的安全边际。11月初，国务院推出巨额的经济刺激计划，投资者可以在这段时间内积极买入。

投资者买入之后，在2009年，伴随着大盘的持续上涨，三一重工的股价也猛涨，其安全边际逐步消失。到2011年下半年，伴随着全球经济的二次滑坡和愈演愈烈的通货膨胀，投资者可以适当减仓或卖出持股。如图10-22所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

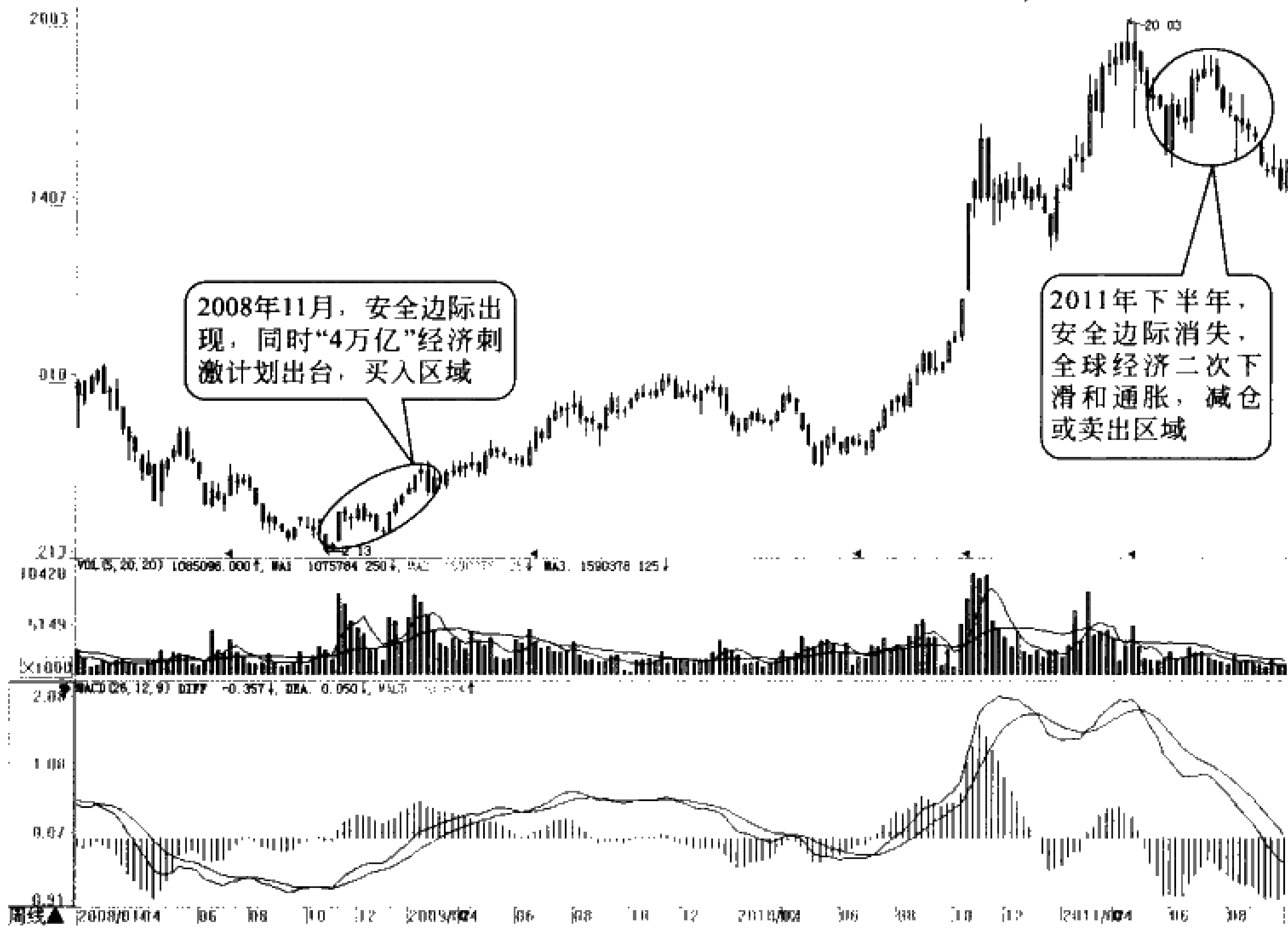


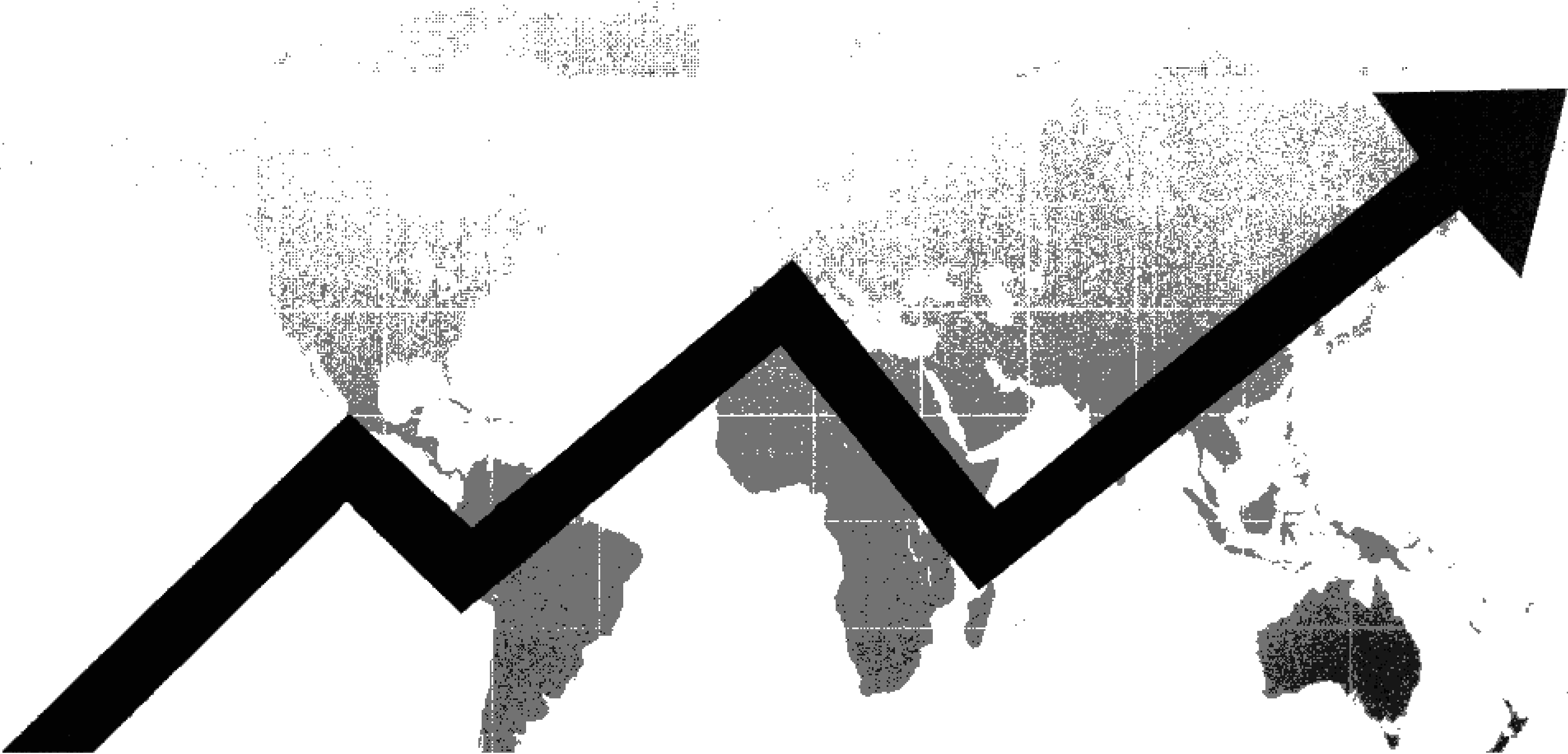
图10-22　三一重工周K线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录1：▸▸▸

巴菲特投资十大经典案例



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AMERICAN EXPRESS	**美国运通公司（American Express Co.）** 1963年，运通公司因为“色拉油丑闻”而遭受重创。首席执行官霍华德·克拉克亲自宣布：公司已经资不抵债。 1964年，当运通公司的股价从65美元跌至35美元时，巴菲特开始大量买入这只股票。他认为，虽然“色拉油丑闻”使运通公司遭到重创，但美国运通的整个帝国依然完整无缺，它未来的获利能力并没有减弱。 后来巴菲特曾透露，他此次持有的时间大约有4年。按照运通公司这段时间的涨幅判断，巴菲特在这只股票上赚到了大约4～5倍的收益。 20世纪90年代开始，巴菲特再次大举买入运通公司股票，并在随后多年中持续增持。
See's CANDIES.	**喜诗糖果（See's Candy Shops）** 1972年，巴菲特通过伯克希尔旗下蓝筹印花公司以2500万美元收购喜诗糖果公司。当时喜诗每年销售1600万磅糖果，销售额是3000万美元，税前所得少于500万美元。 虽然喜诗糖果不是上市公司，但这丝毫没有影响到巴菲特在这只股票上获得巨大收益。2007年，喜诗一年销售糖果的数量达到3100万磅，销售额达到了3.83亿美元，税前利润8200万美元。
The Washington Post	**华盛顿邮报（The Washington Post）** 1973年，虽然报业不断发展，华盛顿邮报公司的收益能力也不断提高，但是受到美国股市崩溃的影响，华盛顿邮报的股价还是下跌了50%。巴菲特看到这次机遇大量买入，总共投入资金1060万美元。根据他的推算，当时华盛顿邮报公司的内在价值为4亿～5亿美元，而这只股票的市值只有1亿美元。2007年底，巴菲特的这笔投资升值到13.67亿美元。 华盛顿邮报公司是巴菲特持股时间最久、获利最丰厚的股票，其价值投资成功的秘诀在于把握住了传媒广告定价权的垄断优势。巴菲特13岁时曾是投递华盛顿邮报的报童。
GEICO	**政府雇员保险公司（GEICO）** 巴菲特与政府雇员保险公司的渊源可以追溯到1951年。当时，22岁的巴菲特在哥伦比亚大学攻读MBA，他的导师刚好是政府雇员保险公司的董事长格雷厄姆。他买入这只股票一年后卖出，获利5000多美元。巴菲特曾感叹：“政府雇员保险公司是我投资生涯的初恋。” 1976年，政府雇员保险公司管理层在保险理赔成本评估上犯了一连串的错误，濒临破产。其股价也从61美元跌到2美元。借此机会，伯克希尔买入了政府雇员保险公司三分之一的股票。后来由于政府雇员保险公司的股票回购措施，伯克希尔的持股比例不断提高。 1996年初，伯克希尔收购了政府雇员保险公司剩余的所有股票，从而完全拥有了这家公司。
Nebraska Furniture Mart You'll Find It Here For Less.	**内布拉斯加家具商场（NFM）** 1937年，一位不会写自己名字的俄罗斯移民B夫人，以500美元本金创立了内布拉斯加家具商场。 1983年，巴菲特以5500万美元收购了这家家具商场80%的股份，其余20%的股份则由这家商店的管理部门持有。 几年后，B夫人因为管理理念与其他家族成员不同而决定在内布拉斯加家具商场隔壁再开一家新店。在那里她亲自经营地毯生意，至于家具的部分则租给其他家具百货业者经营。 1992年底，巴菲特又通过内布拉斯加家具商场收购了B夫人的地毯生意。这次他还与99岁高龄的B夫人签下了“竞业禁止条款”。巴菲特承认：他宁可和灰熊搏斗，也不愿和B夫人竞争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

Coca-Cola	可口可乐（Coca-Cola Company） 巴菲特从1936年就开始做可口可乐的生意。当6岁的巴菲特发现邻居们都喜欢喝可口可乐。于是他就从他爷爷的“巴记杂货店”买来可口可乐，价格是25美分6瓶。然后卖给邻居们，价格是每瓶5美分。 1988年，巴菲特以每股5.22美元的价格首次购入可口可乐股票。6年后的1994年，他又以每股21.95美元的价格加仓买入。总投资达到13亿美元。 1997年年底，巴菲特持有可口可乐股票的市值已经上涨到133亿美元，10年赚了10倍。 在1993年的股灾中，巴菲特还卖出了500万股可口可乐股票的看跌期权，净赚期权费750万美元。
The Gillette Company	吉列（The Gillette Company） 1989年，巴菲特通过伯克希尔公司以6亿美元购买了吉列9900万股股票，并且协助吉列公司成功地抵挡住投机者的恶意收购攻势。在随后的16年中，巴菲特抱牢吉列持股，即使20世纪90年代末期吉列股价大跌引发其他大股东抛售股票时也不为所动。 16年后，宝洁公司宣布并购吉列，这使得吉列股价大幅上涨，巴菲特这笔投资的市值也突破了51亿美元。
Walt Disney	迪士尼公司（The Walt Disney Co.） 1965年，巴菲特购买了500万美元迪士尼公司的股票。不过仅仅一年后，他就以600万美元的价格将迪士尼股票全部卖出。他十分后悔自己没能长期持有迪士尼的股票。 巴菲特曾经将迪士尼公司的垄断优势比喻成童话中的城堡：美丽的城堡，周围是一条又深又险的护城河，里面住着一位诚实而高贵的首领。护城河就像一个强大的威慑，使得敌人不敢进攻。首领不断创造财富，但不独占它。 1995年，巴菲特利用迪士尼收购美国广播公司的机会再次持有了迪士尼股票。随后他一再增持，最终总共持有迪士尼公司3.5%的股票。 但是在随后几年，迪士尼公司并没有关注核心业务，而是将巨额资金投入了诸如搜索引擎之类的高风险项目。这些行为让巴菲特感到不安。他认为这些决策已经影响到了公司的持续竞争优势。到2000年，巴菲特清空了他持有的迪士尼股票。在当年的股东会上他说：“我们对这家公司的竞争力特征有一种看法，现在这个看法变了。”
	中国石油 中国石油是现有公开资料所能查到的巴菲特购买的第一只中国股票。 从2002年开始，巴菲特就开始大举买入中石油H股的股票。根据中国石油2007年半年报显示，巴菲特持有的股票数量已经占中国石油H股的11.13%，中国石油总股本的1.311%，成为仅次于中国石油天然气集团的公司第二大股东。 根据估计，巴菲特在2003年建仓时的成本大约为1.7元港币，而到2007年，中国石油的H股股价已经涨到10元港币。此时巴菲特认为，随着连续4年的股价快速上涨，中国石油H股的安全边际已经逐渐消失，持有这只股票变得越来越危险。从此开始他逐渐清空了中国石油的股票。 巴菲特短短4年在中国石油上赚取了超过6倍的收益。 巴菲特还认为，在2007年整个中国A股市场的价格都过高了，他根本找不出其他具有较高安全边际的优秀公司，所以伯克希尔公司不会再投资中国股票。但他仍看好中国股票市场长期的发展前景，并将持续加以关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

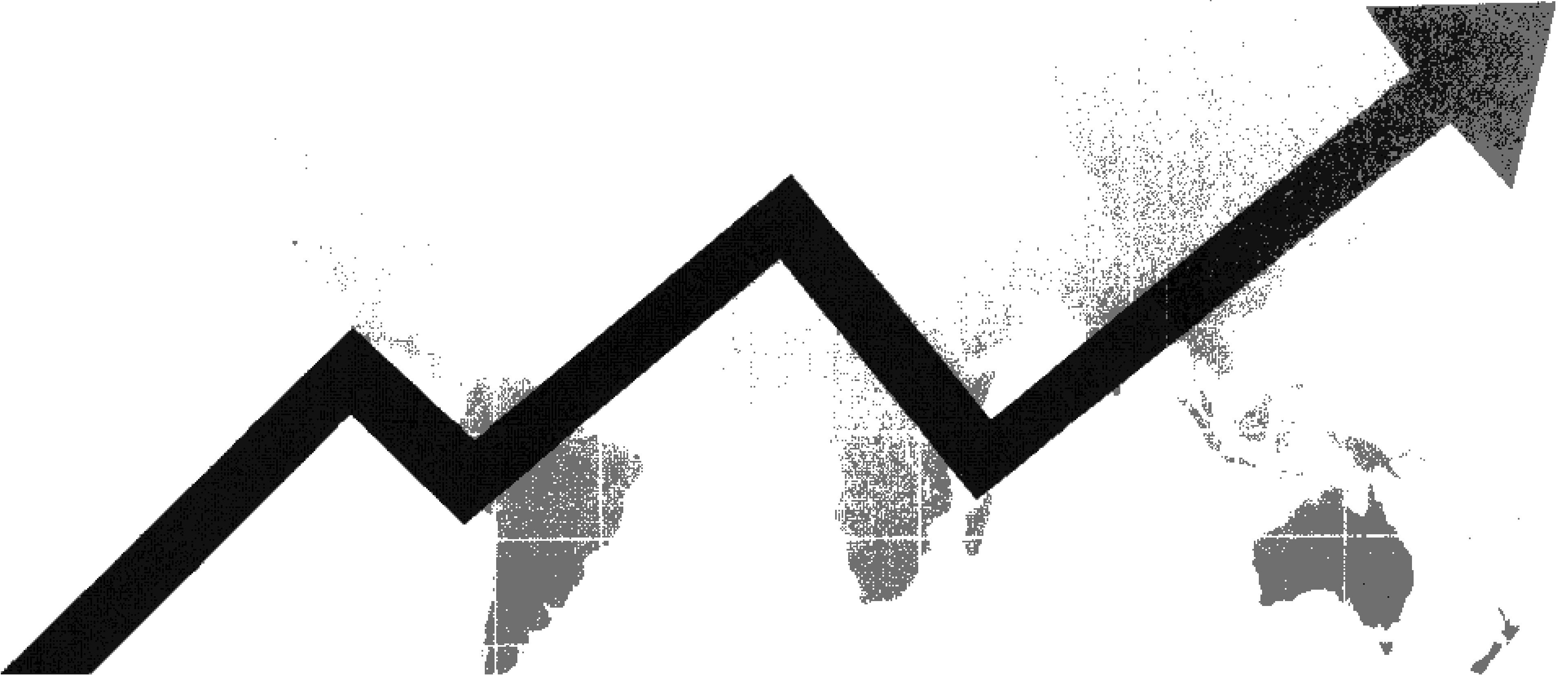
续表

Goldman Sachs	高盛集团（Goldman Sachs） 2008年，高盛集团陷入金融危机的泥潭。集团副董事长拜伦·特洛特致电巴菲特求援。巴菲特通过伯克希尔买入高盛集团50亿美元的优先股。巴菲特开出的条件是：年息10%；高盛有权在任何时间回购上述优先股，但须支付10%的溢价。此外，巴菲特还获得了以115美元每股购买高盛50亿美元普通股股票的认股权证。 随后一段时间，高盛股价再次被腰斩，巴菲特也因为这笔投资而饱受质疑。直到2010年，高盛逐渐走出经济危机的阴影，此时人们不得不佩服巴菲特的远见。 2011年4月，已经恢复元气的高盛集团向巴菲特支付了56.5亿美元，赎回这笔优先股。此后巴菲特还表示自己将保持对高盛的认股权证计划不变，并且计划在2013年年底行使该认股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录2：

巴菲特投资经典语录



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选股标准篇：选择最优秀的股票

我们坚持寻找拥有一流业务的公司。

我把“经济特许权”作为选择投资标的的首要条件。一家公司拥有“经济特许权”，相当于增加了一层强大的安全边际保护。

在拖拉机问世的时候做一匹马，或在汽车问世的时候做一名铁匠，都不是一件有趣的事。

我们喜欢拥有这样的城堡：有很宽的护城河，足以抵挡外来的闯入者——有成千上万的竞争者想夺走我们的市场。

我最喜欢的公司是这样的：美丽的城堡，周围是一条又深又险的护城河，里面住着一位诚实而高贵的首领。护城河就像一个强大的威慑，使得敌人不敢进攻。首领不断创造财富，但不独占它。

如果你给我10亿美元，再给配备全美国最出色的50位公司经理，我绝对可以建立一家杰出的公司。但是，如果你是让我去“打垮华盛顿邮报公司”，我会把这10亿美元还给你。尽管我不愿意失去这10亿美元，但我根本无法完成你交给的任务。

短期而言，市场是“投票机器”。但就长期而言，股票市场却是一个“称重机”。

股价涨跌取决于公司未来的赢利能力。

实在是很难教新狗老把戏！

一次又一次，我们从导致管理人员的注意力离开正道的傲慢或者无聊的想法中，看到价值失去活力。

我们充分了解高科技为整个社会所带来的便利与改变，只是没人能预测往后10年这些科技公司会变成什么样。我常跟比尔·盖茨或安迪·格鲁夫在一起，即使是他们也不敢保证。

被网络公司引诱的投资人就好像参加舞会的灰姑娘一样，如果没有在午夜的期限之前赶紧离开，漂亮的马车就又会变回南瓜。最不利的问题在于，这场舞会上的时钟并没有指针。

我忽略了法国哲学家孔德的名言：“才智是情感的仆人，而不是情感的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奴隶”。

一匹能数到十的马是杰出的马，但不是杰出的数学家。

虽然汽车产业对美国产生了巨大的正面影响，但对投资者产生了相反的冲击。

因此，我想告诉你们：我真的愿意这么想——当我回到小鹰号（Kitty Hawk，莱特兄弟发明的世界第一架飞机的名字）时代，我会有足够的远见和公益心把奥维尔（Orville Wright，莱特兄弟之一）击落。但我没做到，我有愧于未来的资本投资人。

我只喜欢我看得懂的生意，这个标准排除了90%的公司。

仅在你的竞争优势圈内选股。你的成功并不取决于这个竞争优势圈有多大，而是取决于你如何定义形成优势圈的参数。

我确信比尔·盖茨也在应用同样的原理。他理解科技公司的方式与我理解可口可乐与吉列的方式是一样的。我相信他也会在投资中寻找一个安全边际。所以我们的原理对于任何高科技公司都是有效的，只不过我不是能够把原理应用到这些高科技公司的人而已。

我们了解这家糖果店（喜诗）在顾客心目中的重要地位。这种地位使我们可以适当抬高售价。我认为每磅糖果的价格可以再调高20美分。这不会对销量有太大影响。

每当我在晚上入睡之前，想到明天早晨全世界会有25亿男人不得不刮胡子，我的心头就一阵狂喜。

时间是优秀公司的朋友，却是平庸公司的敌人。

成功投资的要诀有两条：第一，永远不要亏损；第二，永远不要忘记第一条。

每当我听说有公司提出自己的成本削减计划时，我就又发现了一家不了解什么是成本控制的公司。真正优秀的经理人不会在某天早上起床后一拍脑袋说：‘从今天开始我要控制成本了’。对成本控制这件事，短期突击解决不了问题。

一鸟在手胜过两鸟在林。

投资者在评估公司的赢利时，一定要谨记林肯总统说过的一句俗话：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"如果一只狗连尾巴也算在内的话，总共有几条腿？"

我一直在寻找我能越过的1英尺高的栅栏，而不是7英尺高的栅栏。

投资策略篇：合适的时机和合理的价格

在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

以一般的价格买入一家非同一般的好公司，要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司强得多。

每个投资人的目标，应该是要建立一个投资组合，这个组合预期能够从现在开始的10年左右为投资人带来最高的赢利。这样的方式将会迫使投资人思考公司真正的长期远景而不是短期的股价表现，这种长期思考角度有助于改善其投资业绩。

投资如同棒球运动，要想让记分牌不断翻滚，你就必须盯着球场而不是记分牌。

我们从未根据对宏观经济的感觉来买或者不买任何一家公司的股票。我们根本就不读那些预判经济数据的文章，因为那些预判真的是无关痛痒。

假设格林斯潘在我一边，罗伯特·鲁宾在我另一边，即使他们都悄悄告诉我未来12个月他们的每一步举措，我也是无动于衷的。

在投资这一行，只要懂小学算术就足够了。如果高等数学是必需的，我就得回去送报纸了。我从来没发现在投资中高等数学有什么作用。

投资并非智力竞赛，智商高的人未必能击败智商低的人。

要学会以40分钱买价值1元的东西。

以合理的价格买进优秀公司的股票。

以极其低廉的价格买一个烂公司，相当于用极低的聘礼娶来一位长年有病且需要人照顾的老婆。

对投资者来说，如果买入一家优秀公司的股票时支付了过高的价格，将抵消这家绩优公司未来10年所创造的价值。

如果你打算一辈子吃汉堡维生，自己又没有养牛，那么你希望牛肉价格是上涨还是下跌呢？同样道理，假设你估计未来5年内自己会持续地买入股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，那么你希望这期间的股票市场是上涨还是下跌呢？

好机会不常来。天上掉馅饼时，请用水桶去接，而不是用顶针。

当一家有实力的大公司遇到一次巨大但可以化解的危机时，一个绝好的投资机会就悄然来临。

我不能同时投资50或70家公司，那是诺亚方舟式的老式投资法，最后你会像是开了一家动物园。我喜欢把适当的资金分配于少数几家公司。

我实在不了解那些投资人为什么要把钱花在他心目中排名第20的股票上，而不是把钱集中在排名最前面、最熟悉、风险最小、同时获利可能最大的投资之上。

通过定期定额投资指数基金，一个什么都不懂的投资人通常都能打败大部分的专业经理人。

安全边际没有例外，即使对于最好的企业也不能出价过高。

如果你要开1万磅重的卡车过河，那最好找一座能承受1.5万磅重量的桥，而非承受10001磅的桥。

用对你重要的东西去冒险赢得对你并不重要的东西，简直不可理喻，即使你成功的概率是100比1，或1000比1。

通货膨胀相当于对投资者的收益额外征收了一次所得税。很多投资者像是在下行的电梯上拼命往上奔跑一样，最后的结果可能是越跑越往后退。

长期持有篇：买入后一直持有

我最喜欢持有一只股票的时间期限是：永远。

如果你不愿意持有一只股票的时间长达10年，那就不要考虑持有它10分钟。

冷静持有是最聪明的策略。我们不会由于政府的新政策或者分析师的新观点而卖出优秀公司的股票。我相信多数经理人也不会如此。我们已经拥有了最优秀公司的股票。这是很多人渴望的事情。既然如此，我们为什么要改变这种状态呢？

我用屁股赚的钱比用脑袋赚的钱要多得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我和查理都希望长期持有我们的股票。事实上，我们希望与我们持有的股票白头偕老。

投资明星企业不可能今天投下钱明天就能获得利润。我们应该看远一点。3年之后，或5年、10年之后，你再回头看看当初，也许你会发现原来钱是那么轻易赚来的。

永远不要问理发师你是否应该理发。

华尔街靠的是不断的买进卖出来赚钱，你靠的是不去做买进卖出而赚钱。

投资人绝对应该好好守住几种看好的股票，而不是朝秦暮楚，在一群内在价值欠佳的股票里抢进抢出。

树懒天生特有的懒散正代表着我们的投资模式。1990年我们对于6只主要持股中的5只没有买入也没有卖出1股。唯一的例外是富国银行这家拥有超一流的管理、很高的回报率的银行企业，我们将持股比例增加到接近于10%，这是联邦储备委员会允许的最高持股比例。其中1/6是在1989年买入的，其余则是在1990年买入的。

如果认识到自己犯了一个错误，认识到最初完全不该做这样的投资，就要毫不犹豫地退出。

我不会只为增加我们公司收入的一点零头就停止一项利润在正常水平以下的业务。但如果公司出现将来可能会大亏本的迹象，那么，哪怕它目前的效益很好，也不能继续提供资金。

生活态度篇：工作、生活和人生价值

投资对于我来说，既是一种运动，也是一种娱乐。

巴菲特就是你的合伙人，他在为你勤奋工作。他没有利用股东们的共同财产为自己建造任何纪念物，没有巴菲特高塔，没有巴菲特大厦，没有巴菲特机场，没有巴菲特大街，也没有巴菲特动物园。

开始存钱并及早投资，这是最值得养成的好习惯。

有些人喜欢看《花花公子》，而我喜欢看公司财报。

每天早上去办公室，我感觉我正要去教堂，去画壁画！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吸引我从事工作的原因之一是，它可以让你过你自己想过的生活。你没有必要为成功而打扮。

如果一个监狱的房间里有三个会打桥牌的人的话，我不介意去坐牢。

我过去犯过很多错误，这就是一种必然规律。我可以向大家保证，我将来还会犯很多的错误，不过我会很快地纠正这些错误。我不是完美的，肯定会犯错。

在生活中，我不是最受欢迎的，但也不是最令人讨厌的人。我不属于任何一种人。

钱，在某种程度上，有时会使你的处境有利，但它无法改变你的健康状况或让别人爱你。

在马拉松比赛中，你想跑第一的前提是必须跑完全程。

拥有一颗钻石的一部分，也要比完全拥有一块莱茵石好得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特选股选时精讲

读巴菲特经典案例

品巴菲特幽默故事

学巴菲特炒股智慧

实现A股赢利梦想

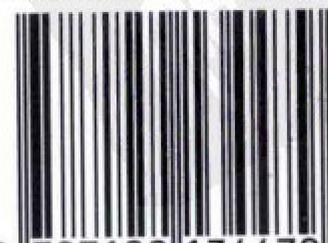
本书以巴菲特的各种实战案例和相关故事为基础，讲述巴菲特的选股标准、选时策略和各种操作绝招，为投资者全面解析了巴菲特投资理论的精髓。在叙述基本理论知识的过程中，结合大量A股实战案例，力求尽快帮助投资者将巴菲特投资理论应用到自己的炒股实战中。

本书不仅是投资者学习巴菲特投资理论的必读全书，还是新股民将巴菲特理论应用到实战的快速入门书。

- 轻松读：巴菲特实战案例、趣闻轶事
- 用心悟：巴菲特选股标准、选时策略、操作绝招
- 马上用：巴菲特理论A股实战应用

销售分类建议：股票

ISBN 978-7-122-13447-9



定价：36.00元